

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LA PERFORMANCE FINANCIERE ET OPERATIONNELLE DES BANQUES
CANADIENNES ACQUEREUSES LORS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS :
1994-2004.

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
EL MOSTAFA ABKARI

SEPTEMBRE 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

La réalisation de ce mémoire n'aurait pas été possible sans l'aide précieuse de certaines personnes. Je tiens à leur témoigner mon appréciation.

Je remercie Marie Hélène Noiseux d'avoir accepté avec enthousiasme de diriger la rédaction de ce mémoire. Je la remercie sincèrement d'avoir eu confiance en moi et en mes capacités. Je la remercie pour son aide, ses judicieux conseils et ses encouragements tout au long de cet exercice. J'ai fait de nombreux apprentissages sous sa direction. Je la remercie de tout mon cœur.

Je tiens également à remercier chaleureusement mon co-directeur de mémoire, Maher Kooli, qui m'a conduit à bon port pendant ce projet. Il a su me transmettre sa rigueur, ses connaissances et son expertise très avancée en finance. Sa disponibilité et ses encouragements lors des moments difficiles de la rédaction de ce mémoire m'ont aidé à achever cette recherche. Il est pour moi un exemple de réussite, de détermination et de courage.

J'adresse aussi un merci particulier à Messieurs Gueyie Jean-Pierre et Sedzro Komlan T. qui ont si aimablement accepté de siéger au jury de ce mémoire.

Je remercie mes frères et mes sœurs pour leur soutien inconditionnel.

Je tiens aussi à remercier ma mère qui représente pour moi un symbole de persévérance et qui m'a appris toujours à me battre pour atteindre mes objectifs.

Je dédie mon mémoire à mon père. Je garde toujours dans mon cœur son courage, sa force et son rêve de me voir réussir.

TABLE DES MATIÈRES

LISTES DES TABLEAUX.....	v
LISTE DES FIGURES.....	vi
RÉSUMÉ.....	vii
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I.....	4
IMPORTANCE ET MOTIVATIONS DE LA VAGUE DES FUSIONS ET.....	4
ACQUISITIONS.....	4
1.1 L'IMPORTANCE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS.....	4
1.2 LES MOTIVATIONS DES F&A.....	8
CHAPITRE II.....	13
CONTEXTES DU SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS CANADIENS.....	13
2.1 LE CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE.....	13
2.1.1 Historique.....	13
2.1.2 La structure réglementaire.....	14
2.2 LE CONTEXTE SOCIOPOLITIQUE.....	16
CHAPITRE III.....	22
REVUE DE LITTÉRATURE.....	22
3.1 LA PERFORMANCE FINANCIERE DES F&A.....	22
3.2 LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE DES F&A.....	27
CHAPITRE IV.....	40
ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES F&A DES BANQUES CANADIENNES.....	40
4.1 DONNÉES.....	40
4.2 MÉTHODES.....	44
4.2.1 Approche en temps événementiel.....	44
4.2.2 L'approche en temps calendaire.....	45
4.3 RÉSULTATS.....	48
4.4 CONCLUSION.....	52
CHAPITRE V.....	54

ANALYSE DE LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE DES BANQUES.....	54
ACQUÉREUSES CANADIENNES.....	54
5.1 DONNÉES.....	54
5.2 MÉTHODES.....	54
5.2.1 Description de la méthode utilisée.....	54
5.2.2 Description et choix des indicateurs de performance.....	55
5.2.3 Hypothèses de recherche.....	57
5.3 RÉSULTATS.....	60
5.4 CONCLUSION.....	67
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	68
BIBLIOGRAPHIE.....	71

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1. 1 : Le nombre des banques et d'institutions d'épargne aux États-unis durant cinq décennies.....	5
Tableau 1. 2 : Évolution des fusions dans les pays industrialisés : valeur en milliard de dollars	5
Tableau 1. 3 : Le nombre et la valeur des F&A au Canada du 1990 à 2001	6
Tableau 3. 1 : Tableau synoptique des études portant sur la performance financière.....	33
Tableau 3. 2 : Tableau synoptique des études portant sur performance opérationnelle	36
Tableau 4. 1 : Les acquisitions effectuées par les banques à charte canadiennes entre 1994 et 2004.....	41
Tableau 4. 2 : Évolution du nombre et la valeur des acquisitions des banques de l'échantillon de l'étude entre 1994 et 2004.	42
Tableau 4. 3 : Les dix plus importantes transactions de l'échantillon.....	43
Tableau 4. 4 : Les rendements anormaux post-acquisition estimés selon l'approche en temps événementiel.....	48
Tableau 4. 5 : Rendement anormal post-fusion utilisant l'approche en temps calendaire : Modèle de trois facteurs de Fama et French et le modèle à quatre facteur (avec momentum).....	51
Tableau 5. 1 : Les Indicateurs de mesure de la performance opérationnelle.....	56
Tableau 5. 2 : Le résumé des huit hypothèses retenues.....	60
Tableau 5. 3 : La moyenne et la médiane des indicateurs de performance opérationnelle avant et après les acquisitions.	63
Tableau 5. 4 : Les différences de moyennes par indicateur de performance et test de signification	64

LISTE DES FIGURES.

Figures	Page
5.1 Évolution du ROA avant et après les acquisitions.....	72
5.2 Évolution du ROE avant et après les acquisitions.....	72
5.3 Évolution du ratio Revenus autres que d'intérêts sur actif avant et après les acquisitions	72
5.4 Évolution du ratio prêts sur avoir des actionnaires avant et après les acquisitions	72
5.5 Évolution du ratio Revenus nets d'intérêts sur actif avant et après les acquisitions.....	73
5.6 Évolution du ratio frais autres que les intérêts sur actif avant et après les acquisitions.....	73
5.7 Évolution du taux de distribution des dividendes avant et après les acquisitions.....	73
5.8 Évolution du ratio avoir des actionnaires sur actif avant et après les acquisitions.....	73

RÉSUMÉ

L'objectif de notre étude est d'analyser la performance financière et opérationnelle des acquéreurs lors des F&A. Nous utilisons 71 acquisitions effectuées par huit banques à charte canadienne durant la période allant de janvier 1994 à décembre 2004. Pour analyser la performance financière, nous utilisons les rendements anormaux cumulés à partir du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et du modèle à quatre facteurs de Garhart (1997). Nous constatons en moyenne une performance financière statistiquement significative des acquéreurs durant les trois années qui suivent les dates d'acquisitions. Pour analyser la performance opérationnelle, nous calculons les médianes et les moyennes de huit indicateurs de performance avant et après les dates de transactions. Nous constatons que plusieurs ratios enregistrent une amélioration durant les quatre années qui ont suivi les acquisitions.

Mots clés : Banques, Fusions et acquisitions, performance financière, performance opérationnelle

INTRODUCTION

Le secteur des services financiers a enregistré durant les deux dernières années une vague de fusions et acquisitions (F&A) sans précédent. Ce mouvement qui a pris naissance aux États-Unis où de méga fusions ont eu lieu, a aussi été constaté dans la plupart des pays industrialisés. La déréglementation des institutions financières et la mondialisation ont accéléré ces regroupements.

Bien qu'au Canada le secteur des services financiers est déjà hautement concentré, la décision en 1998 des quatre plus grandes banques canadiennes¹ de fusionner a relancé la question sur la pertinence économique et sociale des F&A et a suscité des débats controversés. Il s'agit d'un sujet qui touche plusieurs composantes : financière, politique, réglementaire et sociale.

Plus particulièrement, la littérature financière qui a traité abondamment cette question n'est pas unanime sur les répercussions des F&A sur la performance des banques acquéreuses. Plusieurs études analysent la performance opérationnelle des banques après les F&A à travers un certain nombre d'indicateurs mesurant la rentabilité, l'efficacité d'exploitation, le risque de crédit et le risque de liquidité. Certaines études constatent une amélioration des indicateurs de performance (Cornet et Tehranian 1992, Spindt et Tarhan 1992 et Rhodes 1998) alors que d'autres ne rapportent aucune amélioration de ces indicateurs (Humphrey 1992, Pillof 1996, Akhavein et al. 1997 et Chamberlain 1997-1998). Par ailleurs, certaines études qui analysent l'incidence des F&A bancaires sur la performance financière concluent un impact positif des annonces de fusion sur le

¹ Il s'agit de deux projets de fusions. Le premier était annoncé par la Banque Royale du Canada et la Banque de Montréal. Alors que le deuxième était annoncé par la Banque Canadienne Impériale de Commerce et la Banque Toronto-Dominion.

rendement des titres des banques acquéreuses notamment (Cornet et Tehranian 1992, Zang 1995, Amoake-adu et Smith 1995, Rad et Van Beek 1999, Aintablian et Roberts 2000, Forcalli et Pozzolo 2001, Bessler et al 2002) tandis que d'autres études ne trouvent aucune amélioration (Houston et Ryngaert 1994, Hannan et Prager 1996, Pilloff 1996). En plus, la plupart de ces études traitent des cas américains. Les études qui se sont intéressées au marché canadien sont peu nombreuses. Cette recherche se justifie d'autant plus que plusieurs auteurs, tels que Barber et Lyon (1997), Khotari et Warner (1997), et Fama (1998) ont remis en cause les résultats des études en raison du manque de robustesse des test statistiques.

Pour analyser la performance financière, nous utilisons trois méthodes différentes, d'abord la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC), ensuite le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), enfin le modèle de Garhart (1997) à quatre facteurs incluant le momentum. Lors de l'analyse de la performance opérationnelle, nous utilisons une méthode qui s'inspire des travaux de Jain et Kini (1994) pour comparer les indicateurs de performance avant et après les dates d'événement.

Notre mémoire est divisé en cinq chapitres. Le premier chapitre traite l'importance et les motivations de la vague des F&A. Nous allons exposer des statistiques descriptives des F&A du secteur des services financiers et les autres secteurs au Canada, aux États-Unis et dans les pays industrialisés. Cette description nous permet de mieux cerner les motivations derrière ces mouvements de regroupement.

Dans le deuxième chapitre, nous présentons le contexte réglementaire et le contexte sociopolitique. Dans un premier temps, nous présentons la structure du secteur des services financiers canadiens en mettant en relief le rôle de chaque acteur dans le processus des fusions. Dans un deuxième temps, nous exposons les attitudes des parties prenantes au Canada suite à la décision des quatre banques de fusionner.

Notre troisième chapitre présente une revue de littérature traitant l'impact des F&A sur la performance financière et opérationnelle des banques acquéreuses.

Dans le quatrième chapitre, nous analysons la performance financière des banques canadiennes qui ont effectué des acquisitions. Nous décrivons le processus d'échantillonnage utilisé, les méthodologies utilisées et nous présentons les résultats de notre étude.

Le cinquième chapitre traite la performance opérationnelle des banques canadiennes acquéreuses.

En conclusion générale, nous rappelons les principaux résultats de notre étude et nous proposons des pistes de recherche.

CHAPITRE I

IMPORTANCE ET MOTIVATIONS DE LA VAGUE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

1.1 L'importance des fusions et acquisitions

Durant les dernières décennies, la mondialisation des économies a joué un rôle très important dans le regroupement des entreprises et l'émergence de sociétés transnationales. Cette tendance qui a mis le pouvoir économique entre les mains d'un petit nombre de grandes firmes multinationales a été réalisée par un mouvement de fusions et acquisitions (F&A) à l'échelle planétaire. L'élimination progressive des barrières douanières entre États, et l'instauration d'un système de libre-échange a accéléré cette vague de fusions et acquisitions qui a touché tous les secteurs.

Le secteur des services financiers n'a pas échappé à cette évolution notamment dans les pays industrialisés. En se référant à l'étude de Calomiris et Karceski (1998); Bout (1999) rapporte que le nombre des banques européennes est passé de 12463 en 1979 à 7926 en 1994.

En étudiant le marché américain, Mishkin (1999) constate que le nombre de banques commerciales aux États-Unis qui était stable entre 1950 et 1980 n'arrête pas de chuter. Le tableau 1.1 ci-après illustre cette chute :

Tableau 1. 1 : Le nombre de banques et d'institutions d'épargne aux États-Unis durant cinq décennies

	<i>1950-1980</i>	<i>1980</i>	<i>1992</i>	<i>1997</i>
Nombre de banques	13000-15000	14000	11500	9200
Nombre d'institutions d'épargne	-	4300	2400	2000

Source : Mishkin (1999).

Le but principal de ce mémoire est d'étudier l'impact des F&A dans le secteur des services financiers sur la performance financière et opérationnelle des entités fusionnées. Ce choix est motivé par quatre facteurs que l'on peut énumérer comme suit : la croissance extraordinaire des opérations des F&A dans le secteur financier des pays développés, la divergence des résultats des études empiriques traitant de l'incidence des fusions sur la performance opérationnelle et financière des établissements, la discordance entre les résultats des études académiques et le discours des gestionnaires des institutions financières fusionnées sur la relation entre fusion et performance et la rareté des études faites sur le marché canadien.

- Premièrement, la croissance extraordinaire des opérations des F&A dans le secteur financier des pays développés. Amel et al. (2004) observent que le nombre de fusions dans les pays industrialisés a enregistré une croissance durant les années 1990. Le tableau qui suit récapitule cette évolution :

Tableau 1. 2 : Évolution des fusions dans les pays industrialisés : valeur en milliards de dollars

		1990-1995	1996-2001
Tous les secteurs	Le nombre de fusions	19996	34147
	La valeur	1390,2	8135,5
Le secteur des services financiers	Le nombre de fusions	4369	6051
	La valeur	398,1	1974,9

Source : Amel et al. (2004).

Cette évolution a été constatée aussi au Canada où le nombre et la valeur des fusions n'ont pas cessé de croître durant les années 1990. Le tableau ci-après résume l'évolution de la vague des F&A au Canada :

Tableau 1. 3 : Le nombre et la valeur des F&A au Canada du 1990 à 2001

	<i>Toutes les F&A</i>		<i>Les F&A dans le secteur financier</i>					
	1990-1995	1996-2001	1990-1995			1996-2001		
			Banques	Cies d'assurance	Autres institutions financières	Banques	Cies d'assurance	Autres institutions financières
Nombre	1421	2888	52	19	85	112	42	167
Valeur *	41.6	287.4	1.6	0.9	1.4	15	8.8	12.2

Source : Amel et al. (2004).

* Les valeurs sont en milliards de dollars américains.

Au Canada, le secteur bancaire est très concentré. La part de marché des cinq plus grandes banques canadiennes est passée de 55% en 1990 à 78% en 1997. En comparaison, la part de marché des cinq plus grandes banques aux États-Unis est passée de 9% à 17% et en Grande-Bretagne est passée de 22% à 28% (Bessler et Murtagh 2002).

- Deuxièmement, la divergence des résultats des études empiriques concernant l'impact des fusions sur la performance opérationnelle et financière des établissements. L'amélioration de la performance opérationnelle des institutions financières n'a pas fait l'unanimité entre les chercheurs. Bien que les études soient très diversifiées mais pas trop abondantes, les chercheurs ont utilisé les ratios de profitabilité, les frais d'exploitation sans dépenses d'intérêt, les prix, les bénéfices et les coûts. Certaines études rapportent des améliorations de plusieurs mesures de performance opérationnelle des institutions fusionnées notamment au niveau du ROA, du ROE, des coûts et autres indicateurs (Cornet et Tehranian 1992, Spindt et tarhan 1992 et Rhodes 1998) alors que d'autres ne concluent aucune amélioration de ces indicateurs (Humphrey 1992, Pillof 1996, Akhavein et al. 1997 et Chamberlain 1997- 1998). Par ailleurs, la performance financière a suscité l'intérêt des chercheurs mais le consensus est loin d'être atteint. Ces études utilisent les mesures de performance basées sur la valeur marchande et la réaction du marché des actions suite à l'annonce des fusions. Certaines études notent de façon générale, des incidences positives sur le cours des actions des entités fusionnées

(Cornet et Tehranian 1992, Zang 1995, Amoake-adu et Smith 1995, Rad et Van Beek 1999, Aintablian et Roberts 2000, Forcalli et Pozzolo 2001 et Bessler et al. 2002) tandis que d'autres études ne constatent aucune amélioration (Houston et Ryngaert 1994, Hannan et Prager 1996 et Pilloff 1996).

Nous allons à l'issue de cette étude situer les résultats de notre analyse par rapport aux recherches antérieures.

- Troisièmement, la discordance entre les résultats des études académiques et le discours des gestionnaires des institutions financières fusionnées sur l'incidence des fusions sur la performance. Une partie non négligeable des analyses empiriques continue de confirmer l'absence d'une amélioration de la performance suite aux fusions ce qui contredit les motivations avancées généralement par les gestionnaires des institutions financières fusionnées ou qui se préparent à le faire, qui vantent généralement les avantages des fusions et des gains qu'ils pourront tirer des économies d'échelle et d'envergure. Ottone (2000) qualifie de paradoxe le fait que le nombre de fusions continue de croître d'une année à l'autre aux États-Unis alors que les résultats des études universitaires ne montrent aucun gain potentiellement significatif dû aux opérations de regroupement.

- Quatrièmement, la rareté des études faites sur le marché canadien. La plupart des études effectuées jusqu'à présent ont porté sur le marché américain caractérisé par sa plus grande taille et par l'abondance des fusions. Bien que certaines études se soient intéressées au marché australien et européen, celles qui ont analysé le secteur des services financiers canadiens ne sont pas nombreuses.

Notre contribution consiste à étudier de nouveau l'impact des fusions sur la performance opérationnelle et financière; ceci va nous permettre d'effectuer une analyse du marché canadien caractérisé par la rareté de ce type de recherche et pallier le manque de consensus dans la littérature financière. L'analyse de la performance opérationnelle des entités fusionnées va nous permettre de mettre le point sur ce sujet qui n'a pas été

traité en abondance. Les études ont porté surtout sur l'évaluation des rendements anormaux et la réaction des marchés boursiers.

Le sujet des fusions bancaires a occupé l'actualité politico-économique canadienne des sept dernières années. « Jusqu'en 1998, il y avait une entente tacite mais claire entre le ministre des finances du Canada et les grandes banques canadiennes selon laquelle, étant donné, le niveau de concentration sur le marché des services bancaires, toute fusion était inacceptable, un moratoire pour une période indéfinie était donc en vigueur ». (Roy, 2004). Toutefois quand la Banque de Montréal (BMO) et la Banque Royale (RBC) ont annoncé leur projet de fusion en janvier 1998 suivie de celle de la Banque Toronto Dominion (TD) et la Banque Canadienne Impériale de commerce (CIBC), le dit moratoire a été brisé. La RBC et la BMO qui occupaient respectivement le 49^e et le 54^e rang sur le plan mondial, pourraient donner naissance après leur fusion, à une banque qui deviendra parmi les cinq plus grandes banques au monde avec 510 milliards de dollars canadiens en actif.

La dernière position officielle du gouvernement remonte à 1998 et nous semble mitigée¹. Par ailleurs le gouvernement a mis sur pieds plusieurs groupes d'étude et de réflexion qui ont aidé à comprendre les vrais enjeux et les impacts du processus des fusions sur les différents sphères de la société notamment le rapport du comité sénatorial et le groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens.

1.2 Les motivations des F&A

La vague des fusions et acquisitions que connaît les secteurs des services financiers dans les pays développés ces deux dernières décennies pourrait être expliquée et motivée par plusieurs facteurs que nous pouvons présenter comme suit : la mondialisation, les

¹ En 1998, le gouvernement fédéral n'a pas autorisé les projets de fusions présentées préférant se donner le temps pour : revoir l'intérêt public lors des fusions, réviser la procédure des fusions et procéder à une consultation publique sur le sujet. La réponse définitive devait être donnée le 30 juin 2004, mais probablement que le contexte politique caractérisé par un gouvernement minoritaire au pouvoir ne permettait pas de se prononcer sur un sujet aussi délicat comme les fusions.

économies d'échelle, les économies d'envergure, la diversification des activités et des sources de revenus, l'augmentation du pouvoir du marché, l'amélioration de la performance financière, la maximisation de l'utilité des dirigeants et la réduction du risque. Ces causes ont fait l'unanimité de la littérature et sont qualifiées comme les motifs principaux derrière la vague des F&A qui secouent les secteurs financiers des pays développés. Par ailleurs, nous présentons d'autres motivations particulières.

- La mondialisation : actuellement plusieurs pays ouvrent leurs frontières aux marchés financiers internationaux. Ces changements présentent de grandes occasions d'affaires et des opportunités pour toutes les banques. Mais la conquête de nouveaux marchés requiert des fonds importants. D'ailleurs les établissements qui opèrent sur le marché mondial sont de grande taille. Pour les concurrencer, les autres banques y compris les banques canadiennes ont choisi la consolidation pour bâtir de grandes structures soit par fusion ou acquisition.

- Les économies d'échelle : les économies d'échelles existent quand la baisse des coûts totaux unitaires est due à l'augmentation du volume. Les fusions vont permettre aux banques de bâtir des systèmes très puissants capables d'offrir des produits à des prix concurrentiels. Ceci permettrait à l'entité fusionnée de dominer le marché ou tout simplement augmenter sa part et défendre une position stable et compétitive. La littérature a souvent considéré les fusions comme source d'économies d'échelle. En analysant les causes et les conséquences des fusions dans le secteur financier, Berger et al. (1999) considèrent que la motivation principale derrière la consolidation des établissements financiers est la maximisation de la valeur des actionnaires. Ceci peut être réalisé à travers la croissance du pouvoir du marché qui permet à l'entité fusionnée d'imposer ses prix et d'améliorer sa performance. Les auteurs ont présenté plusieurs études qui convergent vers ce sens. Zabihollah Rezaee (2001) précise que le but principal des F&A est la maximisation de la valeur des actionnaires. L'augmentation de la valeur des actionnaires pouvait être le résultat créé par les F&A ou pouvait résulter d'un transfert de richesse des détenteurs d'obligations (bondholders) vers

les actionnaires (shareholders) sans changement de la valeur marchande de l'entité combinée.

- Les économies d'envergure (economies of scope) : Les fusions et acquisitions vont permettre le développement de l'envergure des produits, des activités et des marchés. Les économies d'envergure sont générées par la pleine utilisation des actifs tangibles et intangibles pour la production de plusieurs services pour plusieurs marchés. Ainsi l'utilisation maximale des ressources stratégiques de l'entité fusionnée aiderait à réaliser des gains substantiels.

- La diversification des activités et des sources de revenus : Les F&A vont permettre dans certains cas la diversification de l'activité ce qui va augmenter les sources de revenus et réduire le risque. Mishkin (1999) rapporte que la consolidation dans le secteur bancaire a un bénéfice important. Elle permettra aux nouvelles entités d'avoir des portefeuilles de prêts diversifiés ce qui réduirait le risque de faillite bancaire. Mishkin (1999) p.685, écrit : *«Par exemple, après la chute des prix du pétrole en 1986, plusieurs banques commerciales dans le Texas, se sont trouvées dans une crise profonde. En même temps, les banques en Nouvelle Angleterre étaient loin des problèmes. D'autre part, quand la récession 1990-1991 a frappé très durement la Nouvelle Angleterre, c'était au tour de cette dernière de subir des faillites de banques»*. Ainsi l'une des motivations derrière la diversification est de réduire le risque de faillite. En se référant à l'exemple donné par Mishkin, une banque qui pourrait octroyer des prêts en Nouvelle Angleterre et au Texas, réduirait ses chances de faire faillite puisque ses engagements seraient très diversifiés dans des zones différentes. Ceci devrait créer un système bancaire plus sain qui est moins vulnérable aux crises bancaires.

- L'augmentation du pouvoir du marché : Les F&A créent des grandes entités et augmentent leurs parts de marché. Les banques fusionnées vont se servir de ce pouvoir de marché pour imposer leurs prix et leurs politiques commerciales.

- l'amélioration de la performance financière : Il s'agit de la motivation la plus importante qui encourage et accélère les processus des fusions. Très controversé, ce facteur a fait couler beaucoup d'encre. Les résultats des études ne parviennent pas aux mêmes conclusions.
- la maximisation de l'utilité des dirigeants : L'une des causes des fusions qui a été traitée dans la littérature est reliée aux incitations qu'ont les dirigeants à créer de grandes banques. Les gestionnaires cherchent à augmenter leur réputation et leur valeur en dirigeant de grandes structures. Dans les grandes banques, les actionnaires perdent beaucoup de contrôle en faveur des gestionnaires. Milbourn et al. (1999), expliquent la tendance à l'expansion de l'échelle et de l'envergure des banques qui deviennent de plus en plus grandes pour augmenter l'avoir des actionnaires et/ou augmenter simplement la réputation des gestionnaires.

Par ailleurs, certains auteurs essaient d'expliquer la vague des fusions dans le secteur financier par une seule motivation ou par la présence de plusieurs facteurs. Selon Bout (1999) qui étudie les fusions en Europe, la dimension politique européenne a eu un impact majeur sur le processus des fusions dans ce continent. De plus, il rapporte que les grandes banques croient qu'une position forte dans un marché local est cruciale pour une expansion réussie dans les marchés étrangers.

Pour Amel (2004), les grandes banques résultant des F&A peuvent accéder à la technologie économique ou répartir leurs coûts fixes sur une grande base en réduisant les coûts moyens. Les principales motivations de cette vague des F&A dans les secteurs des services financiers sont communes dans la plupart des pays. En réponse aux changements fondamentaux dans la réglementation et de la technologie, les institutions financières ont essayé d'améliorer leur efficacité et en attirant de nouveaux clients et en étendant leur territoire et la gamme des produits qu'elles offrent. Le désir de préserver les marges en chute en augmentant la part de marché et en attirant de nouveaux clients est souvent accompli par les F&A qui permettent aux institutions financières d'augmenter leur part de marché.

Le motif important de la tendance internationale de la consolidation dans le secteur des services financiers selon Bessler et Murtagh (2002) est la déréglementation des institutions financières aux États-Unis et en Europe².

Benston et al. (1995) rapportent que l'affaiblissement des restrictions réglementaires régissant l'activité bancaire entre états aux États-Unis notamment celles qui ont un lien avec la délimitation géographique a encouragé les F&A. Celles-ci sont considérées par les banques comme un moyen de conquérir de nouveaux marchés, de réaliser des économies potentielles et d'acquérir un pouvoir financier et un prestige associé à la grande taille. Selon les auteurs, la politique des acquisitions est utilisée pour maximiser la valeur de l'assurance dépôt et éventuellement la maximisation de la richesse des actionnaires. Par ailleurs, des risques trop élevés n'entraînent pas nécessairement la maximisation de la valeur des actionnaires. Aussi, les autorités de tutelle ne peuvent pas permettre aux banques de s'exposer à des risques accrus qui conduiraient dans certains cas aux risques de faillite pouvant imposer des coûts dépassent la valeur de l'assurance dépôt. Benston et al. (1997) montrent que la richesse des actionnaires peut être maximisée par les fusions qui diversifient les profits. Cette hypothèse de diversification des bénéfices considère les F&A comme le moyen de produire un niveau élevé de cash-flow pour le même niveau de risque total.

Wheelock et Wilson (2000) rappellent deux hypothèses discutées par la littérature pour expliquer la vague des F&A dans les secteurs financiers. La première est celle de Hannan et Rhodes (1987) selon laquelle les banques qui ne sont pas bien gérées sont une cible probable d'acquisition par d'autres banques qui considèrent qu'elles peuvent mieux contrôler les actifs de la cible et par conséquent produire des bénéfices importants et de la valeur. La seconde motivation est souvent simplement le désir de croître par l'augmentation du pouvoir de marché, la baisse des coûts, et la diversification et l'exploitation des économies d'envergures.

² Deux des plus importantes lois de déréglementation américaines : The Riegles Neal Act et The Gramm-Leach-Bliley Act. En Europe : The Single Market Programme (Bessler et Murtagh 2002).

CHAPITRE II

CONTEXTES DU SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS CANADIENS

2.1 Le Contexte réglementaire

2.1.1 Historique

En 1998 le projet des fusions des quatre grandes banques canadiennes a avorté entre autres pour des raisons réglementaires. La réglementation canadienne en ce qui a trait au secteur financier est très étoffée. La loi constitutionnelle de 1867 confère une compétence exclusive au gouvernement fédéral en matière d'activité bancaire et de constitution bancaire. Les institutions financières englobent les banques, les sociétés de fiducie et de prêt, les sociétés d'assurance, les courtiers en valeurs mobilières, les coopératives de crédit et les caisses populaires. Bien que certaines institutions soient régies par les provinces telles que les coopératives de crédit, les caisses populaires et les petites sociétés de fiducie et compagnies d'assurance, nous allons focaliser sur le cadre réglementaire des banques canadiennes et de leurs fusions qui sont régies par le palier fédéral.

Avant le mouvement de la déréglementation financière qui a caractérisé les économies des pays développés au début des années 1980, le système financier canadien était composé de quatre grands piliers : les banques, les assurances, les courtiers en valeurs mobilières et l'activité fiduciaire. Chaque composante de ce système financier était régie par une loi différente des autres. Les lois qui régissaient les institutions financières ne leur permettaient pas de sortir de leurs champs d'activités. Sous l'effet de l'internationalisation des marchés financiers, le Canada a entrepris à partir de 1987 une

vague de transformation visant le décloisonnement des services financiers. Suite à ces profondes réformes, les banques ont acheté des courtiers en valeurs mobilières, des compagnies d'assurance ou des fonds mutuels entre autres. Plusieurs pays se sont dotés de loi sur la concurrence. À titre d'exemple en Allemagne, il y a l'*Act Against Restraint of competition* alors qu'en Australie il y a le *Trade practice act*. Dans plusieurs pays comme le Canada, la loi sur la concurrence se limite à tracer les contours des règles de la concurrence en terme de part de marché pour éviter des situations d'abus et de monopole. Dans d'autres États, la dimension de l'intérêt public est largement prise en compte dans ces lois. En Nouvelle-Zélande, la loi dite *Commerce Act* renferme une liste explicite d'avantages publics qui doivent être pris en compte dans l'évaluation des effets des fusions sur le marché.

Il nous paraît judicieux de faire un bref rappel descriptif des instances qui réglementent les banques canadiennes et qui jouent des rôles lors du processus de fusion afin de situer le contexte réglementaire général.

2.1.2 La structure réglementaire

La structure réglementaire est composée de plusieurs agences à savoir : Le Bureau de la concurrence, le bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), La société d'assurance dépôt du Canada (SADC), la banque du Canada et le Ministère des Finances.

2.1.2.1 Le Bureau de la concurrence

Le mandat du Bureau de la concurrence est de veiller à la stricte application de la loi sur la concurrence afin d'assurer un contexte concurrentiel sain capable de promouvoir la croissance économique. Son rôle se limite à maintenir une concurrence équitable qui sera profitable aussi bien pour les entreprises que pour les consommateurs. Une concurrence loyale permettrait un fonctionnement efficace de l'économie. Ainsi les grandes entreprises pourraient livrer une concurrence exacerbée au niveau international et les petites entreprises arriveraient à devenir compétitives sur le marché national. Ceci créerait un équilibre entre tous les partenaires du marché où les producteurs tireraient profits et les consommateurs bénéficieraient des prix les plus bas. Toutefois, le Bureau de la concurrence n'est pas une association de défense de consommateurs, mais un organisme

qui enquête sur plusieurs pratiques anticoncurrentielles comme les fausses indications, les documentations trompeuses, l'abus des positions dominantes, les pratiques commerciales déloyales et autres. Le Bureau a le pouvoir d'examiner toute fusion. Néanmoins, il doit être avisé de toute fusion quand la valeur d'une entreprise impliquée dépasse 50 millions de dollars, ou que la valeur de l'entreprise fusionnée dépasse 70 millions de dollars; et que la valeur totale des parties et leurs affiliés respectifs dépasse 400 millions de dollars. Lors de l'examen des projets de fusion, le bureau se limite essentiellement à étudier les projets sous l'angle concurrentiel sans pour autant se préoccuper des répercussions sur l'intérêt public.

2.1.2.2 Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)

Créé en 1987, Le BSIF a pour mandat d'accroître la confiance du public à l'égard du système financier canadien. Cette mission est accomplie par la surveillance et l'évaluation de l'ensemble des institutions financières qui doivent répondre à plusieurs normes réglementaires. Le BSIF élabore une réglementation appropriée et interprète les textes législatifs. Par ailleurs, il veille à maintenir la solidité du système financier et les régimes de retraite en intervenant aux temps opportuns pour corriger les défaillances constatées et pour protéger les droits de toutes les parties prenantes. La législation fédérale confère au BSIF de larges responsabilités et pouvoirs pour surveiller et superviser les institutions financières. Il mène aussi des auditions auprès des institutions pour s'assurer de la bonne gestion de celles-ci.

2.1.2.3 La Société d'assurance-dépôt du Canada (SADC)

La SADC a commencé ses activités en 1967 dans le but d'assurer les dépôts des individus confiés aux institutions financières membres en cas de faillite de celles-ci. Depuis cette date, la SADC est intervenue dans 43 faillites d'institutions financières pour maintenir une certaine stabilité du système financier canadien et éviter les risques de dérapage qui peuvent surgir en garantissant les intérêts des déposants et pour minimiser les pertes totales. Lors de la création de la SADC, le plafond de la couverture offerte par l'assurance-dépôt était fixé à 20.000 dollars. Il est passé à 60.000 dollars en 1983, puis à 100.000 dollars à partir de 2005. Son rôle d'assureur lui incombe de s'acquitter pleinement de la fonction d'évaluation des risques assurés en se montrant exigeant à

l'égard des institutions membres des contrôles financiers périodiques ce qui contribue dans un premier temps à mettre sous surveillance les sociétés à risque élevé à améliorer la solidité du système financier.

2.1.2.4 La Banque du Canada

La Banque du Canada a été créée en 1934 et elle est responsable de la politique monétaire et de son application. Bien que ce soit une société d'État, propriété du gouvernement fédéral, la Banque du Canada mène ses activités avec beaucoup d'autonomie. À titre d'exemple, le gouverneur de la Banque du Canada n'est pas nommé par le ministre des finances mais par le conseil d'administration de la société. De plus, les comptes de la banque ne sont pas contrôlés par le vérificateur général du Canada mais par des cabinets externes.

2.2 Le Contexte sociopolitique

Les F&A mettent en relation plusieurs parties qui n'ont pas les mêmes intérêts ni les mêmes préoccupations. Au Canada, le processus des F&A qui caractérise le secteur des services financiers nationaux depuis plusieurs années a suscité l'intérêt de plusieurs parties en l'occurrence les actionnaires, la haute direction, les employés, les créiteurs, les collectivités locales, les provinces, le gouvernement fédéral, les associations professionnelles, les consommateurs et autres. Chaque partie défend sa position qui repose sur un certain nombre d'analyses qui dépend étroitement de ses intérêts, qui sont liés à un jeu de pouvoirs. Ainsi, les F&A ont donné lieu à des débats publics et à de grandes divergences d'opinion entre les parties prenantes (les intéressés) en raison d'une part de leurs positions antagoniques et de leurs tailles. Nous allons exposer les prises de positions de ces porteurs d'attente tout en mettant en exergue l'environnement macro social.

En 1998, le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens présidé par l'avocat Harold MacKay a reconnu dans ses recommandations le droit des F&A aux grandes institutions financières canadiennes. Le rapport MacKay soutient que le gouvernement ne devrait pas constituer un obstacle face aux regroupements dans le

secteur des services financiers. Il propose une procédure pour traiter les demandes de fusions des institutions financières qui seront examinées par le gouvernement sous trois optiques. Le BSIF se penchera sur l'analyse de l'incidence de telles fusions sur le respect des normes prudentielles à savoir la solvabilité et la solidité du système financier. Le ministre des finances se concentre sur l'impact sur l'intérêt public.

En Décembre 2002, le comité sénatorial des banques et du commerce recommande dans son rapport relatif à la concurrence et l'intérêt public, que les fusions sont des stratégies commerciales valables pour permettre aux banques canadiennes d'être plus solides afin de jouer un rôle de premier plan sur le marché nord-américain et mondial. Le comité pense que le travail du BSIF, le Bureau de la concurrence ainsi que l'évaluation de l'impact sur l'intérêt public permettraient de garantir un niveau de concurrence suffisant pour préserver l'intérêt public.

Suite aux rapports de la chambre des communes et du comité sénatorial, le vice-premier ministre et ministre des finances de l'époque, John Manely, a rendu en 2003 la réponse officielle du gouvernement canadien. Cette réponse comprenait trois éléments. La première présente de nouveaux aspects d'intérêt public tout en affirmant le rôle discrétionnaire et définitif du ministre des finances. Le deuxième volet présente de nouveaux défis comme les fusions inter piliers et le processus de demande des fusions multiples en demandant au public et aux parties intéressés de prononcer leurs commentaires. La troisième partie de cette réponse présente un calendrier des différentes étapes. Le gouvernement s'est engagé à rendre public sa décision finale sur les fusions des grandes banques le 30 juin 2004. Le contexte politique canadien des dernières années, caractérisé par des gouvernements minoritaires, ne permet pas d'ouvrir le débat sur des sujets controversés comme les fusions bancaires.

Le porte-parole de l'Association des banquiers canadiens (ABC) a déclaré au journal *Les Affaires* (1998), que le système financier canadien a besoin d'une réforme et ce, au plus tôt. Selon lui cette réforme devra réduire le fardeau réglementaire qui pèse sur le secteur des services financiers. Aussi, la réponse de l'ABC au rapport Mackay sur l'avenir du secteur des services financiers canadien présenté au comité sénatorial permanent des

banques et du commerce en 1998 témoigne d'une divergence entre les banquiers du pays sur les grandes questions qui caractérisent la scène financière canadienne. Dans cette réponse de l'ABC, on peut lire : *«les points de vue de nos banques membres diffèrent quant à l'évolution que prendra le secteur des services financiers. Le Comité sera à même d'entendre nos banques membres sur cette question. Toutefois, il ne fait aucun doute que le secteur se trouve à un point tournant, comme en témoignent la rapidité des changements qui se produisent sur le marché et l'éventail des enjeux d'intérêt public actuellement examinés, y compris les projets de fusion».*

Les dirigeants de la RBC et de la BMO estiment qu'ils pourraient réduire leurs dépenses de 20% si elles fusionnent. Ceci représenterait des économies annuelles de plus d'un milliard de dollars ¹.

De ce qui précède, il paraît clairement que la position des dirigeants des banques se limitait essentiellement à rappeler les répercussions positives sur la performance financière et commerciale des entités fusionnées. Ces positions ont été modifiées au fil des ans pour se rapprocher de celles des autres parties.

Durant les sept dernières années, les actionnaires et les hauts dirigeants ont maintenu une position très patiente en attendant le déblocage du processus des fusions. Ils continuent de croire que la croissance par les fusions est la voie la plus souhaitable pour faire face à l'environnement mondial concurrentiel. Compte tenu du débat de société qu'a suscité le projet des fusions et ses répercussions, les grandes banques canadiennes se sont montrées rassurantes quand aux effets négatifs pouvant toucher l'emploi et les petits clients².

D'ailleurs les deux banques se sont engagées à rehausser le nombre de succursales de 2500 à 3000, en contredisant toutes les études qui ont conclu que la fermeture des agences est une résultante automatique de la fusion pour des raisons réglementaires³. Tout ceci a été fait dans le but d'embellir leur intension et d'avoir l'opinion publique de leur côté. Le président du conseil de la RBC Jhon Cleghorn a déclaré au journal le Devoir

¹ la Presse 1998.

² Le Devoir 2004.

³ La Presse 1998.

(fev/7/98) qu'il n'y a pas lieu de craindre de hausses de frais bancaires à l'issue d'une fusion ⁴.

Les employés sont directement affectés par les opérations de F&A. Les gains d'efficience provenant des F&A sont le résultat de l'élimination de plusieurs succursales et des directions centrales soit en raison du respect des normes régissant les distances réglementaires entre les points de vente et les chevauchements des fonds de commerce soit en raison du dédoublement au niveau des postes. Dans son rapport de juillet en 1997, le groupe de travail chargé d'étudier l'avenir du secteur des services financiers, fait la distinction entre les effets directs et les conséquences indirectes d'une fusion sur l'emploi. Une conséquence immédiate serait des mises à pied ou une réduction de l'emploi par le jeu naturel des départs volontaires. Les effets indirects des fusions sont provoqués par les variations d'emploi dans d'autres secteurs notamment chez les fournisseurs, les concurrents, les entreprises de soutien et les clients. Les employés sont organisés autour d'un syndicat qui détient un pouvoir non négligeable pouvant exercer une grande pression sur les banques.

A ce sujet le président de la FTQ, Clément Godbout a plaidé lors d'une conférence de presse en 1998, pour que le ministre intervienne pour maintenir l'approche client.

Les clients des banques seront eux aussi touchés par la fusion. Si la grande entreprise détient un grand pouvoir de négociation qui va lui permettre d'adapter ses structures au nouveau contexte, ce sont les petites et moyennes entreprises et les particuliers qui pourront payer cher. Selon le journal le Droit (1998), les groupes de défense des consommateurs ont pour la plupart déploré le manque de mordant du rapport Mackay. Jacques Mallo de la Fédération nationale des associations de consommateur du Québec a déclaré au même journal : «C'est un rapport, ce n'est pas une loi, alors nous allons attendre pour voir ce que le gouvernement va faire». En 1998, une coalition formée en outre de la FTQ –CSN- CEQ- CSD, les associations des femmes, d'étudiants, de retraités et de producteurs agricoles a demandé au gouvernement fédéral de tenir une consultation publique pour étudier tout dossier concernant le maintien des services personnalisés à la

⁴ Cette déclaration est publiée par le journal le Devoir le 7 Février 2004.

suite de fusions bancaires. Les clients maintiennent leur refus pour les fusions demandées. Selon un sondage⁵ effectué pour le ministre fédéral des finances et publié par le journal le Droit (2004), 60% des répondants ont affirmé que leurs intérêts seraient mieux servis si Ottawa n'autorisait pas les fusions des banques.

D'après une étude du professeur Lazar parue dans le journal le Droit (1998), le bureau de la concurrence fédéral pourra exiger après les fusions, la fermeture de 11% des succursales, ce qui correspond à 330 agences ou succursales de la BMO et 181 de la TD, sans considération des autres banques. Ces fermetures ne se répercuteront pas uniquement sur la suppression d'emplois, mais aussi sur les collectivités locales. Ces dernières vont être touchées par la baisse de leurs ressources (taxes), des taux de chômage élevés, et des infrastructures non pleinement utilisées. Les collectivités locales utilisent leurs liens directs avec les gouvernements provincial et fédéral pour défendre leurs intérêts. Les collectivités locales se rangent derrière le gouvernement fédéral et suivent le déroulement du processus tout en rappelant leurs préoccupations et leurs contraintes par les canaux officiels.

Étant donné l'importance du secteur des services financiers pour l'économie, le gouvernement fédéral détient un contrôle assez strict pour préserver l'équilibre et éviter les crises. La législation fédérale joue un rôle clef dans le processus décisionnel relatif aux fusions. C'est au Ministre des Finances que revient la décision d'autoriser ou de décliner les demandes faites par les banques dans ce sens. Paul Martin, alors ministre des finances en 1998, a déclaré⁶ qu'il refuse les fusions proposées car elles réduiraient les marges de manœuvre du gouvernement, nuiraient aux consommateurs, entraîneraient les pertes d'emplois et une hausse des frais et des taux bancaires.

⁵ Sondage effectué par la firme Ipsos-Reid sur 1000 personnes au mois d'Août 2004.

⁶ Déclaration faite à Radio Canada le 14 Décembre 1998.

Le gouvernement fédéral n'a pas encore rendu son verdict final. Le ministre fédéral des finances M. Goodale ne semble pas pressé de franchir la dernière étape afin d'émettre les critères de protection de l'intérêt public que les banques devraient respecter pour obtenir l'autorisation de fusionner⁷.

De son côté, dans son rapport de 1998, le comité sénatorial permanent des banques et du commerce s'est positionné en faveur des fusions bancaires estimant qu'elles représentent une stratégie commerciale valable et qu'elles contribueront à la croissance et la prospérité de l'économie canadienne. Les sénateurs ont demandé à ce que ces processus soient gérés par des organismes réglementaires et non pas par des politiciens. Ils ajoutent que le nombre de fusions doit être contrôlé, ainsi le fait d'approuver une ou deux fusions n'entraînera pas de conséquences fâcheuses sur la concurrence notamment sur la disponibilité des services et des frais facturés.

Le FMI a fait preuve d'exubérance dans sa revue annuelle des politiques économiques du Canada en incitant Ottawa à trancher dans deux débats embrassants à savoir les fusions bancaires et la mise en place d'un organisme national de réglementions en valeurs mobilières⁸.

On peut dire que les tendances divergentes des parties prenantes ont permis de créer un nouvel équilibre de pouvoirs. C'est ainsi que les dirigeants des banques ont exprimé de nouvelles positions dues au fait que l'écart entre la rentabilité financière souhaitée et l'efficacité sociétale était assez grand. D'ailleurs, il était souhaitable de faire des concessions pour se rapprocher des autres parties prenantes.

Le sujet de la performance des entités issues des fusions et acquisitions a fait l'objet de multiples études. Plusieurs auteurs se sont intéressés à étudier l'impact des fusions et acquisitions sur la performance opérationnelle et financière des entreprises fusionnées. Bien que les études empiriques soient abondantes, elles ne sont pas toujours convergentes.

⁷ Le Devoir 2004.

⁸ Le Devoir 2004.

CHAPITRE III

REVUE DE LITTÉRATURE

3.1 La performance financière des F&A

Zhang (1995) analyse 107 des 565 F&A survenues aux États-Unis durant la décennie 1980-1990. Il vérifie trois hypothèses à savoir, la performance, la diversification et la méthode de paiement. Zhang cherche d'une part à examiner la création de la richesse par les F&A bancaires et explorer d'autre part les sources potentielles capables de générer la richesse. Zhang prouve que les F&A créent de la richesse par opposition au transfert de la richesse. Il constate des rendements anormaux positifs pour les cibles et les acquéreurs. Il évalue la moyenne nette de la valeur de la richesse créée à 42\$ millions par F&A. En plus il démontre que les gains liés à la performance tendent à se produire dans des petites F&A alors que les gains liés à la diversification ont tendance à se produire dans les F&A relativement grandes. Ses résultats rejoignent ceux de Jensen et Ruback (1983) dans leur étude des fusions non bancaires mais ils diffèrent de ceux mis en avant par Hannan et Wolken (1989).

Waheed et Marthur (1995) étudient les effets de l'expansion étrangère sur les valeurs marchandes des 25 principales banques américaines pendant la période de 1963 à 1989. Les résultats montrent que les actionnaires des banques américaines enregistrent des rendements anormaux (AR : Abnormal return) de -0,17% quand les banques annoncent une expansion étrangère. Les rendements anormaux ne sont pas significatifs quand le mode annoncé de l'expansion est fait par un bureau représentatif. Ils sont sensiblement négatifs quand le mode d'expansion est la formation d'un joint-venture ou d'une filiale, ou une acquisition. Les rendements anormaux sont sensiblement négatifs quand les

banques annoncent l'expansion dans les pays développés, et sont sensiblement positifs quand les annonces se relient aux pays en voie de développement risqués.

Roades (1998) trouve que la réaction du cours des actions suite à l'annonce des fusions était positive pour cinq des sept fusions pour lesquelles les données étaient disponibles. Dans cinq cas, c'est le cours des actions des banques acquéreuses qui a enregistré des hausses autour de la date de notification. Cependant dans quatre cas, le cours a baissé. Selon l'auteur, ces résultats contrastent avec beaucoup d'études qui constatent que le marché des actions réagit négativement suite à l'annonce des fusions.

Rad et Van Beek (1999) étudient l'évaluation du marché des fusions bancaires transfrontalières européennes réalisées entre 1989 et 1996. Ils constatent que les rendements anormaux pour les banques acquéreuses ne sont pas significatifs alors que les actionnaires des banques cibles ont eu des rendements anormaux positifs significatifs de 3,77%. De façon générale, les résultats sont conformes à ceux trouvés pour les marchés américains. Plusieurs autres hypothèses ont été évaluées dans cette étude pour déterminer quels facteurs affectent la création de richesse lors des fusions. Le premier était l'hypothèse de synergie, en examinant l'effet des économies d'échelle sur les rendements anormaux. Dans le cas des banques acquéreuses, il y a un certain effet de taille. La deuxième hypothèse qui a été examinée était celle de l'inefficience du management selon laquelle, les fusions peuvent créer de la valeur si des banques efficaces acquièrent des banques non efficaces, en permettant de leur transférer la dite efficience. Les résultats de cette étude ont soutenu cette hypothèse mais ils ne la considèrent pas comme statistiquement significative. Après, l'hypothèse internationale a été évaluée pour voir si les fusions internationales performant plus que celles qui sont locales, mais les résultats n'ont pas permis de tirer des conclusions pertinentes.

Aintablian et Roberts (2000) ont étudié la réaction du marché des actions aux annonces des fusions par les institutions canadiennes pour la période 1990 à 1999. En conformité avec d'autres, ils constatent des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur et la cible. Ils rapportent aussi que les banques qui font des acquisitions à l'étranger améliorent leur avoir des actionnaires.

Becher (2000) étudie 558 fusions bancaires aux États-Unis survenues entre 1980 et 1997. Il rapporte que le rendement cumulatif anormal est positif après les fusions durant deux périodes d'analyse (T-30, T+5) et (T-5, T+5). Les résultats de Becher montrent aussi que le moyen de paiement des transactions et le nombre d'offres n'expliquent pas la variation du rendement après les fusions. Cependant, la localisation géographique reste un facteur déterminant qui pourrait influencer l'évolution du rendement à long terme.

Focarelli et Pozzolo (2001) utilisent les données de 2500 banques de 29 pays de l'OCDE. Ils constatent que les acquisitions transfrontalières sont moins fréquentes dans les secteurs financiers que dans d'autres secteurs. Ils prouvent aussi que les secteurs bancaires avec de grandes banques rentables sont amenés à s'engager dans des activités transfrontalières. En outre, ce sont les grandes banques qui vont effectuer des acquisitions à l'étranger. Ils pensent que les banques avec des participations à l'étranger sont plus performantes car elles augmentent leurs parts de marché. Selon les auteurs, cette vision radicale est désapprouvée par plusieurs études empiriques qui précisent que les banques étrangères sont moins performantes que les banques locales. Ainsi Berger et al. (2000) prouvent que seules les banques américaines sont plus performantes que les banques locales en France, en Allemagne, en Espagne et en Grande Bretagne. Il semble que conformément à la recherche précédente mais aussi à la réalité actuelle, les banques canadiennes qui ont atteint leur taille optimale au niveau national vont continuer à croître par des activités transfrontalières, sans pour autant garantir une performance adéquate.

En étudiant la réaction du marché des actions suite aux acquisitions transfrontalières dans le secteur bancaire canadien, Bessler et Murtagh (2002) constatent que le rendement cumulatif anormal (CAR : cumulative abnormal return) est significatif pour les banques canadiennes qui ont annoncé leur fusion en 1998. Des rendements cumulatifs ont été constatés sur une période de 11 jours entourant cette annonce. Ainsi BMO et RBC ont enregistré respectivement des hausses de 16,1% et 3,2% dans les trois jours entourant l'annonce. Pour les deux autres banques, en l'occurrence TD et CIBC, les rendements cumulatifs anormaux étaient négatifs durant les deux périodes (3 jours et 11 jours). Cette contre-performance a été observée aussi chez les autres banques.

Delong (2001) examine 280 F&A américaines annoncées entre 1988 et 1995 et utilisent la méthodologie des études événementielles (modèle de marché) pour calculer les rendements anormaux durant la période d'annonce des fusions. L'auteur distingue entre les fusions de concentration (focus) sur une activité ou une région géographique et les fusions de diversification. Il trouve que le premier type des fusions augmente la valeur des actionnaires de 3% alors que les fusions de diversification ne créent pas de valeur. L'analyse a révélé aussi que le rendement ne dépend pas uniquement du type de la fusion mais il varie de la cible à l'acquéreur (bidder). Ainsi les rendements anormaux augmentent relativement à la taille de la cible à l'acquéreur mais ils diminuent dans la période qui précède la fusion pour les cibles. En plus, il indique qu'il ne s'agit pas des seuls facteurs qui pourraient influencer le rendement de l'entité fusionnée, mais aussi le type de management (Brickley et James 1987, Hubbard et Palia 1997) ou le coût d'agence (Cornet et al. 1998).

Dans le même ordre d'idée, Cornet et al. (2003) analysent la même période que celle étudiée par Delong, mais avec un échantillon beaucoup plus large soit 423 annonces faites par 177 banques dont 62,2% vient de la période 1993-1995. Ils trouvent que les acquisitions de diversification créent des rendements anormaux négatifs durant la période de l'annonce pour la banque acquéreuse alors que pour les acquisitions de spécialisation (focusing acquisition) se traduisent par des rendements anormaux nuls.

Ottone et Murgia (2000) étudient la réaction du marché des actions à la suite des grandes fusions entre banques et institutions financières qui ont été annoncées entre 1988 et 1997 dans 14 marchés européens. Les auteurs ont constaté qu'il y a une augmentation de la valeur des actionnaires à la date de l'annonce des fusions. Ainsi les rendements anormaux suite à la réaction positive du marché ont été observés sur 11 jours entourant la date des opérations. Cependant, les F&A conclues avec des établissements étrangers n'ont pas donné lieu à une réaction positive du marché. Ces conclusions ne se conforment pas aux résultats des études entreprises dans le marché américain. Ceci s'explique par la différence au niveau de la réglementation et la structure des marchés bancaires à l'UE et aux États-Unis. Par ailleurs, l'existence des rendements excessifs dans les opérations

locales mais pas dans les opérations transfrontalières est conforme selon les auteurs à l'hypothèse du chevauchement du marché (market overlap hypothesis) de Berger et Humphrey (1992) et Rhodes (1993) qui précise que quand deux entités s'impliquent dans une opération de fusion et acquisition avec un grand chevauchement géographique voient leur efficacité s'améliorer.

Les résultats d'Ottone et Murgia (2000) contredisent ce qui a été écrit par Berger et al. (1993) « les banques européennes sont aujourd'hui appelées à étendre considérablement leurs activités hors de leurs frontières nationales. L'intensification de la concurrence pour gagner des parts de marché tant sur le plan national qu'international, associée à cette expansion de leurs activités devraient aboutir à une consolidation notable du secteur bancaire en Europe.»

Gardes Erize (2005) cherche à évaluer les effets à court terme des annonces d'acquisition sur la valeur boursière des établissements bancaires sur une période de 1995-2004. Pour ce faire, elle étudie 79 fusions européennes pour tester trois hypothèses à savoir : Les annonces de fusions des banques n'engendrent pas de valorisation boursière, les marchés réagissent moins favorablement aux fusions de grandes banques, les fusions transfrontières entraînent une meilleure valorisation que les fusions domestiques. Gardes Erize s'est inspiré des recherches de Fama, Fischer, Jensen et Roll (1969) sur les études événementielles pour analyser l'impact des fusions sur les cours des actions. Généralement, l'auteur conclue que les décisions de fusions engendrent un impact négatif sur plusieurs jours avant et après l'annonce. Ainsi, les fusions domestiques entraînent un effet négatif significatif le huitième et troisième jour avant l'annonce puis au huitième, dixième et deuxième jour après l'annonce. Cependant, les fusions transfrontières ont eu impact positif sur les cours des actions un jour avant et le jour même de la fusion, le quatrième, le cinquième, le dixième et le onzième. L'engouement du marché face aux fusions transfrontières s'explique selon l'auteur par les bénéfices attendus associés à la diversification régionale. Les résultats de Gardes Erize relatifs à l'accueil très favorable par les marchés des annonces de fusions transfrontières contredisent ceux de Cybo-Ottone et Murgia, (2000) qui ont étudié aussi le marché européen et qui ont trouvé des rendements anormaux positifs pour les acquisitions

domestiques et des rendements négatifs pour les acquisitions transfrontières. Cette divergence entre auteurs est expliquée à travers deux éléments principaux. Premièrement la période étudiée n'est pas la même, Cybo-Ottone et Murgia ont étudié la période 1988-1997. Deuxièmement, l'échantillon de la première étude s'est limitée uniquement à 54 entreprises n'incluant pas seulement les banques.

Les informations citées ci-dessus mettent en relief la pertinence d'un sujet aussi important que celui des fusions bancaires qui a suscité l'intérêt de plusieurs chercheurs dans le but de comprendre ses enjeux et ses mécanismes. Il est important de dire que plusieurs études se sont intéressées aux causes, aux conséquences et aux implications des fusions. Une grande partie des recherches ont essayé de mettre la lumière sur l'efficacité des fusions. Bien que les études ne convergent pas vers les mêmes résultats et cela dépend de plusieurs éléments : pays, échantillon, modèles et indicateurs utilisés etc.

3.2 La performance opérationnelle des F&A

Sous l'effet de la vague des F&A qui a caractérisé le secteur des services financiers aux États-Unis en particulier durant les années 1990, la littérature s'est intéressée à examiner en profondeur la question de l'impact de ces regroupements sur la performance opérationnelle des établissements fusionnés. Ainsi la plupart des recherches se sont penchées sur le degré d'amélioration de plusieurs indicateurs. À titre d'exemple, il y a les dépenses, la productivité, le ROE, le ROA et les coûts.

Dans cette optique, Linder et Crane (1992) étudient la performance avant et après la fusion, de toutes les 47 F&A de banques de l'État de la Nouvelle Angleterre de 1982 à 1987. Ils utilisent le Matched-pair approach, qui consiste à comparer la performance des banques fusionnées avec un groupe de banques qui n'ont pas effectué de F&A. Les résultats de cette étude montrent une amélioration de la performance durant la première année avant les fusions bancaires. Cependant Linder et Crane rapportent que les F&A ne contribuent pas à améliorer les bénéfices d'exploitation durant les deux premières années qui ont suivi les fusions. Ainsi, les banques fusionnées ont réalisé un ROA de 1,59% par

rapport à un ROA de 1,78% pour les banques non fusionnées. Les auteurs trouvent que les revenus d'exploitation des banques fusionnées ont enregistré une croissance de 65,11% par rapport à 52,71% affiché par l'industrie. Mais cette différence n'est pas statistiquement significative selon les auteurs parce que cette performance a été tirée vers le haut uniquement par quelques grandes augmentations. Linder et Crane considèrent que la croissance des revenus joue un rôle important pour améliorer la performance. Par ailleurs, les auteurs précisent qu'il est difficile de réduire les dépenses d'exploitation relatives à l'actif dans les deux premières années après la fusion.

Bien que les résultats de cette étude sont importants, Srinivasan et Wall (1992) la critiquent en dressant une liste de quatre lacunes qui peuvent être énumérées comme suit :

- L'échantillon de l'étude est limité géographiquement à l'État de la Nouvelle-Angleterre.
- L'étude a exclu les acquisitions des holdings (holding company acquisition) qui constituent un important dispositif dans la plupart des grandes fusions.
- L'échantillon a incorporé les fusions intra holding (intra holding company mergers) ce qui confond les gains provenant des F&A des banques holding (BHC) avec ceux générés lors des fusions des banques indépendantes.
- L'analyse s'est limitée uniquement à deux ans suivant les fusions ce qui ignore les baisses de coût qui pourraient surgir après cette date.

Pour pallier ces insuffisances, Srinivasan et Wall (1992) utilisent un échantillon plus large bien qu'ils ont exclu eux aussi plusieurs fusions annoncées durant la période étudiée. Srinivasan et Wall (1992) examinent sur une période de 6 ans (2 ans avant et 4 ans après les fusions) les dépenses sans intérêt (non-interest expense) de toutes les fusions bancaires américaines annoncées entre 1982 et 1986 dont les participants ont plus de 100 millions de dollars en actif. À la différence de Linder et Crane, Srinivasan et Wall excluent de leur échantillon les fusions des entreprises intra-holding (intra-holding company mergers) pour éviter les confusions entre les gains générés par les banques holding détenant des filiales (bank holding company BHC) et les gains provenant des fusions entre banques. Les résultats de cette étude comparative, avant et après les fusions,

ne supportent pas l'hypothèse selon laquelle les fusions des grandes banques entraînent des réductions de coûts. Néanmoins, ils montrent que les acquisitions des banques produisent des ratios de dépenses (non interest expense sur actif total) élevés durant les quatre années qui suivent les F&A. Ce ratio de dépenses des banques fusionnées a enregistré une croissance plus rapide que celle de l'industrie ; les auteurs considèrent que cette différence n'est pas statistiquement significative.

Srinivasan (1992) a mis à jour les résultats de l'étude précédente effectuée avec Wall. Dans cette étude, l'auteur mesure les coûts d'exploitation par le ratio des dépenses sans intérêt sur les revenus d'exploitation. En plus, elle décompose le ratio des dépenses sans intérêts en plusieurs parties : les salaires, l'actif immobilisé, et autres dépenses. À la différence de la recherche précédente, l'auteur trouve une baisse modérée mais significative des salaires et des dépenses sans intérêt ce qui contredit les résultats de la première étude effectuée durant la même année.

Cette divergence des résultats a été critiquée par plusieurs auteurs notamment par Pillof (1998), qui considère que l'étude de Srinivasan et Wall donne une image incomplète des économies de coûts associées aux fusions parce qu'ils se sont intéressés uniquement aux coûts sans intérêt et non aux coûts totaux. En plus, en étudiant la rentabilité à long terme et la performance opérationnelle de toutes les fusions bancaires annoncées entre 1980 et 1990 aux États-Unis, Peristiani (1993) considère que Srinivasan n'offre aucune explication convaincante sur les résultats empiriques de sa deuxième recherche.

Peristiani (1993) réunit les indicateurs de performance en quatre blocs en l'occurrence : les coûts d'exploitation, les bénéfices, le risque de crédit et le risque de liquidité. L'analyse comparative durant la période qui précède les fusions montre que la performance des cibles et des acquéreurs varie en fonction des types des fusions. Ainsi dans les fusions entre états, les cibles sont sensiblement moins rentables que les banques acquéreuses et ils ont des coûts d'exploitation très élevés. Lors des fusions des holding bancaires (bank holding company : BHC), l'auteur ne rapporte aucune grande disparité des bénéfices entre les partenaires des fusions. L'analyse du post fusion révèle que les F&A sont capables d'augmenter à long terme la rentabilité ou la performance au niveau

des coûts d'exploitation. Les résultats de Persitiani rejoignent ceux du Srinivasan notamment sur l'augmentation des dépenses sans intérêt durant la phase post fusion.

Cornet et Tehranian (1992) se sont intéressés à la même période que celle étudiée par Linder et Crane pour répondre à la même question à savoir si les F&A bancaires engendrent des améliorations dans la performance opérationnelle. La particularité de cette étude réside dans le fait qu'elle est focalisée uniquement sur 30 fusions américaines dont 15 sont des opérations inter-États et 15 intra-États. L'approche de Cornet et Tehranian suit l'analyse dynamique utilisée dans la plupart des études pour mesurer la performance avant et après la fusion. Leur méthodologie s'inspire de celle de Healy, Palpu et Ruback (1991) qui consiste à collecter les cash flows et les données comptables des banques de l'échantillon pour la période avant et après la fusion. Les auteurs utilisent plusieurs indicateurs pour mesurer la performance des cash flows : les indicateurs de rentabilité (Profitability Indicators), Capital Adequacy Indicators, les indicateurs de qualité de crédit, les indicateurs de performance, les indicateurs du risque de liquidité, les indicateurs de croissance et les indicateurs de risque du taux d'intérêt. Les résultats de cette étude montrent que le rendement d'exploitation avant impôt (pretax operating return) pour les 30 banques varie de 1,9% à 2,1% durant les trois années avant la fusion et de 2,2% à 2,8% durant les trois années après la fusion. Les banques fusionnées étudiées produisent des ROA supérieurs durant la période après fusion. Cette amélioration trouve son explication tout d'abord dans la capacité des banques à attirer plus de dépôts et engagements, ensuite dans la productivité des employés et enfin dans la croissance des actifs.

DeYoung (1993) étudie l'amélioration de l'efficacité de type X pour 348 fusions réalisées entre 1987 et 1988. Il conclut que la performance ne résulte pas généralement des fusions. Il rapporte aussi que l'amélioration de la performance opérationnelle est plus probable quand la cible et l'acquéreur sont inefficients avant les fusions plutôt que quand l'acquéreur est plus performant que la cible. Les résultats de DeYoung montrent aussi que les banques acquéreuses sont généralement plus performantes que les cibles.

Pilloff (1996) examine la performance opérationnelle et les rendements anormaux de 48 fusions de banques commerciales américaines annoncées durant la période 1982 et 1991. Il effectue une analyse de certaines mesures de performance : ROA, ROE, les dépenses, etc. tirées des états comptables sur une période de quatre ans qui comprend deux années avant les fusions et deux années après. Les indicateurs sont comparés à la performance de l'industrie (industry-adjusted performance). Si Pilloff constate une faible performance des cibles, les dépenses totales étaient élevées aussi bien pour la cible que pour l'acquéreur, et la taille des cibles est corrélée avec l'amélioration de la performance.

Vennet (1996) utilise 492 acquisitions effectuées par les établissements de crédit Européens durant la période 1988-1993 pour étudier la performance des entités fusionnées. L'échantillon étudié comprend 422 transactions locales et 70 opérations transfrontalières. A côté des indicateurs traditionnels de mesure de la performance opérationnelle notamment le ROE et le ROA, l'auteur utilise deux ratios de coûts, le premier est le Labor cost ratio (LABOR) alors que le deuxième est le ratio des dépenses d'exploitation (OPEXP). Les résultats de Vennet montrent que les acquéreurs locaux réalisent une performance supérieure relativement à l'industrie durant les trois années précédant l'acquisition. De l'autre côté, la performance opérationnelle des établissements acquis se détériorent après les fusions.

Akhavain, Berger et Humphrey (1997) analysent l'impact des fusions sur les coûts et les bénéfices sur le marché américain. Ils concluent en l'existence d'une hausse des bénéfices rattachés aux fusions. L'amélioration des bénéfices découle de la croissance de la production et de la modification de la gamme des produits. Ceci est conforme à l'hypothèse selon laquelle les fusions augmentent la diversification du portefeuille et la réduction du risque ce qui incite les banques fusionnées à consentir plus de prêts très risqués et à plus grande marge ce qui améliore considérablement les bénéfices. Pour les auteurs, il est facile de prévoir la croissance des bénéfices après la fusion de deux banques qui étaient moins rentables par rapport au secteur, étant donné que la rentabilité provient essentiellement de la concentration sur certains produits à plus haute marge bénéficiaire.

En étudiant l'incidence des fusions sur la performance des banques australiennes entre 1985 et 1995, Avkiran (1999) rapporte que la littérature sur la performance des banques est dominée par les études américaines. En utilisant la méthode DEA (data envelopment analysis) qui selon l'auteur convient aux études qui utilisent des petits échantillons, Avkiran trouve que la performance globale du secteur bancaire s'est améliorée, et qu'il n'y avait aucune corrélation significative entre la taille des banques (en terme d'actifs totaux) et la performance opérationnelle globale (overall operating performance). Cette étude démontre que la productivité des employés augmente durant la période étudiée et que le ROA suit la même évolution que la performance.

Roades (1998) récapitule neuf études de cas pour aborder la question de l'effet des fusions sur la performance. Selon cette recherche les objectifs de coûts ont été atteints ou surpassés rapidement. De plus, sept des neuf fusions montrent une amélioration de rendement de l'actif. Les réductions dans le personnel représentent plus de 50% de toute la réduction des coûts et dans certains cas, elles représentent presque deux tiers du coût total.

Dans une étude récente, Valverde et Humphrey (2004) étudient 22 fusions de banques d'épargne espagnoles entre 1986 et 2000. Ils concluent que les fusions ont engendré une baisse de coût de l'ordre de 0,50%. En plus, le ROA a enregistré une amélioration de plus de 4% durant la phase post-fusion.

Tableau 3. 1 Tableau synoptique des études portant sur la performance financière

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Méthode	Résultats
Hannan et wolken (1989)	1982-87 États-unis	69 cibles et 43 acquéreurs	Étude événementielle : Analyse des rendements anormaux et les rendements anormaux cumulatifs durant 15 jours avant la fusion et 15 jours après.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les firmes acquéreuses ont des rendements anormaux cumulatifs négatifs avant et après l'annonce. ➤ Les firmes acquises ont des rendements anormaux cumulatifs positifs significatifs avant et après l'annonce. ➤ Généralement le résultat n'est pas différent de façon significative entre les grands et les petits soit pour les cibles ou pour les acquéreurs.
Cornet et De (1991)	1982-86 États-unis	37 cibles impliquant 152 offres par 59 acquéreurs	Étude événementielle. Analyse des rendements anormaux des banques acquéreuses et des cibles durant 2 jours : le jour de l'annonce et un jour avant, avec des données présentées pour 15 jours avant et 15 jours après l'annonce.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les acquéreurs et les cibles ont des rendements positifs significatifs au jour de l'annonce mais généralement des rendements négatifs pour les 15 jours suivants. ➤ Le rendement anormal cumulatif des cibles demeure positif au cours des 15 jours malgré des rendements anormaux négatifs après l'annonce.
Rad et Van Beek (1999)	1989-1996 Europe	56 acquéreurs et 17 cibles (Europe)	Étude événementielle : modèle de marché.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les rendements anormaux des banques acquéreuses n'étaient pas significatifs alors que les actionnaires des banques cibles ont eu des rendements anormaux positifs significatifs de 3,77%. ➤ Les fusions peuvent créer de la valeur si des banques efficaces acquièrent des banques non efficaces, en permettant de leur transférer la dite efficacité. ➤ L'hypothèse internationale a été évaluée pour voir si les fusions internationales performant plus que celles qui sont locales, les résultats n'ont pas permis de tirer des conclusions pertinentes.
Becher (2000)	1980-97 États-Unis	558 fusions	La méthode RAC : Deux périodes : 36 jours (-30, +5), et 11 jours (-5, +5) autour de la date d'annonce. Analyse en coupe instantanée. (Cross section). Analyse de trois facteurs : Méthode de paiement. Offres multiples. Location géographique.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pour les deux fenêtres d'études, le rendement anormal cumulatif est positif pour les cibles, les acquéreuses et l'entité fusionnée. ➤ Le moyen de paiement et le nombre d'offre n'expliquent pas la variation du rendement dans le temps. ➤ La location géographique influence l'évolution le rendement.

Tableau 3. 2 Tableau synoptique des études portant sur la performance financière (suite)

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Méthode	Résultats
DeLong (2001)	1988-1995 États-unis	280 fusions domestiques	La méthodologie utilisée est le modèle de marché. (voir Brown et Warner 1985) pour déterminer les rendements anormaux des actions au temps t. $AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les fusions de concentration (focusing bank mergers) augmentent la valeur des actionnaires de 3% alors que les fusions de diversification (diversifying bank mergers) ne créent pas de valeur. ➤ La cible et l'acquéreur ne réalisent pas les mêmes rendements. ➤ D'autres facteurs peuvent influencer les rendements notamment le type de management et le coût d'agence.
Bessler et Murtagh (2002)	1998-2001 Canada	43 (17 fusions domestiques et 26 transfrontières (Canada)	Le modèle uni factoriel (modèle de marché). $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ Le modèle consiste à vérifier les rendements anormaux des actions ainsi que les rendements cumulatifs des actions.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les Rendements anormaux cumulatifs (RAC) sont significatifs pour les banques canadiennes qui ont annoncé leur fusion en 1998. Les rendement cumulatifs ont été constants sur une période de 11 jours entourant cette annonce, notamment pour la banque de Montréal (+16,1%) et la banques royale (+3,2%) dans les 3 jours entourant l'annonce. ➤ Les deux autres banques à savoir TD et CIBC ont enregistré des RAC négatifs sur les deux périodes (3 jours et 11 jours). ➤ Les autres banques ont aussi réalisé des RAC négatifs durant ces périodes. ➤ Après 11 jours de l'annonce, les cours des actions des banques sont tombés en moyenne de (-2,6%).
Cybo-Ottone et Murgia (2000)	1988-1997 Europe	54	La méthodologie standard d'étude événementielle. (le modèle de marché) $AR_{it} = R_{it} + (\alpha_i + \beta_i * R_{mt})$ Régression Analyse univariée Analyse multivariée.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ les rendements anormaux ont enregistré une augmentation positive durant les 11 jours entourant la date d'annonce des fusions. ➤ Les F&A conclues avec des établissements étrangers n'ont pas donné lieu à une réaction positive du marché.

Tableau 3. 3 Tableau synoptique des études portant sur la performance financière (suite)

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Méthode	Résultats
Becher (2000)	1980-1997 États-Unis	558	La méthode RAC avec deux fenêtres d'analyses : la première est de 36 jours (-30, +5) alors que la deuxième est de 11 jours (-5, +5). La méthode en coupe instantanée (Cross section) Étude de trois facteurs, Méthode de paiement, offres multiples et la location géographique.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pour les deux fenêtres d'étude, le rendement anormal cumulé est positif après les fusions. ➤ Le moyen de paiement et le nombre d'offre n'expliquent pas la variation du rendement dans le temps. ➤ La location géographique influence l'évolution du rendement.
Cornet et al. (2003)	1988-1995	423	La méthodologie d'étude événementielle. (de Dodd and Warner 1983)	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Contrairement aux acquisitions de concentration (focus), les auteurs ont constaté des rendements anormaux relativement aux acquisitions de diversification. ➤ Les rendements anormaux enregistrés par les banques acquéreuses sont négatifs pour les acquisitions de diversification mais pas pour les acquisitions de concentration. ➤ Les mécanismes de gouvernance corporative réduits par le conflit actionnaires gestionnaires ne sont pas identiques dans les deux types d'acquisition.
Gardes Erise Nathalie (2005)	1995-2004 Europe	79	La méthodologie d'étude événementielle. Fondée sur les recherches de Fama, Fischer, Jensen, Roll (1969).	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pour les fusions domestiques, l'auteur a constaté un effet négatif au cours de plusieurs jours avant et après la date d'annonce de la fusion. ➤ Les fusions transfrontières ont montré un impact positif sur les cours un jour avant et le jour de l'annonce, et plusieurs jours après l'annonce.

Tableau 3. 4 : Tableau synoptique des études portant sur la performance opérationnelle

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Mesures de performance	Méthodes	Résultats
Spindt et Tarhan (1991)	1986	297 (61 intra BHC, nouvellement acquises)	Revenus net/Avoir des actionnaires. Revenus net/Actif. Charges du personnel/actif.	Analyse des variations de la performance opérationnelle. L'analyse est basée sur la performance des firmes pendant chacune des deux années avant et après la fusion. L'analyse traite les firmes acquéreuses en tant qu'entité séparée avant la fusion et comme entité combinée (le successeur) après la fusion.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ les fusions externes montrent généralement une performance faible en terme de taux de rendement et le ratio charge de personnel/ actif. ➤ Les ROA des firmes qui effectuent des fusions externes ne s'améliore pas après la fusion. tandis que le ROE enregistre des améliorations. ➤ Aucune amélioration du ratio charge de personnel/actif après les fusions. ➤ Les fusions internes ne montrent généralement aucune amélioration de la performance après la fusion.
Berger et Humphrey (1992)	1981-89 États-Unis	57 (implique 69 fusions, mais des fusions multiples la même chose ou des années contiguës sont combinées)	X-efficiency rank Total efficiency rank ROA Coûts totaux/actifs Dépenses sans intérêts/actif	Analyse des variations de la performance opérationnelle. L'analyse compare le rang de l'efficacité avant et après la fusion. Les acquéreurs et les firmes acquises sont traités comme une entité combinée avant et après la fusion. La fonction du coût total translog est estimée pour toutes les années (1980-90) pour les banques fusionnées et celles qui ne sont pas fusionnées.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ En moyenne, l'efficacité des coûts ne s'améliore pas. ➤ Quelques fusions améliorent l'efficacité et le taux de bénéfice tandis que d'autres les détériorent. ➤ Les sociétés faisant des fusions à l'intérieur du marché n'enregistrent pas des améliorations de l'efficacité comparativement avec d'autres fusions ou firmes.
Cornet et Tehranian (1992)	1982-87 États-Unis	30	Rendement anormal des titres. Dépenses/revenus Cash flow/Actif ROE ROA	Utilise deux méthodologies : l'étude événementielle et la performance opérationnelle. L'étude événementielle analyse les cours des actions un jour avant et un jour après l'annonce en utilisant le modèle standard du marché estimé sur une période de 136 jours à 16 jours avant l'annonce. L'analyse de la performance opérationnelle couvre 3 ans avant et 3 ans après les fusions.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ L'efficacité totale (Dépenses totales/revenus) ne s'améliore pas comparativement à l'industrie. ➤ Le ROE enregistre une amélioration par rapport à l'industrie, alors que le ROA n'en enregistre aucune. ➤ Les acquéreurs ont des rendements anormaux négatifs dans les 2 jours couvrant le jour de l'annonce, un jour avant. ➤ Les firmes acquises réalisent des rendements anormaux positifs durant le jour de l'annonce et un jour avant.

Tableau 3. 5 Tableau synoptique des études portant sur la performance opérationnelle (suite)

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Mesures de performance	Méthodes	Résultats
Linder et Crane (1993)	1982-87 Nouvelle Angleterre États-Unis	47 (25 intra-BHC, 22 nouvellement acquises)	Revenus d'exploitation/Actif Dépenses autres que d'intérêts/Actif Croissance des revues et des actifs	Analyse des variations de la performance opérationnelle. L'analyse est basée sur la performance des firmes durant un an avant la fusion et un an et deux ans après aussi bien que des changements au cours de cette période. La performance des firmes fusionnées est comparée avec le groupe de l'industrie comparable.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Les revenus d'exploitation/Actif et la croissance des revenus d'exploitation des banques fusionnées, comme un groupe, ne s'améliorent pas après les fusions relativement à ceux des sociétés non fusionnées. ➤ Dans l'ensemble, les dépenses autres que d'intérêts des banques fusionnées diminuent relativement à celles des sociétés non fusionnées. ➤ Les fusions Intra-Bhc enregistrent généralement une plus grande amélioration de la performance en termes de Revenus d'exploitation/Actif et de croissance des revenus d'exploitation que les sociétés nouvellement acquises. ➤ Les dépenses autres que d'intérêts et la croissance des fusions intra-Bhc diminuent relativement à celles des sociétés non fusionnées. ➤ La croissance des actifs des sociétés fusionnées, comme un groupe, est plus lente que celle des sociétés non fusionnées.
Srinivasan et Wall (1992)	1982-86 États-Unis	240	Dépenses autres que d'intérêts/Actif Dépenses autres que d'intérêts en dollars.	Analyse de la performance opérationnelle et les variations de la valeur en dollar des dépenses autres que d'intérêts. L'analyse compte le degré de chevauchement (overlap) des dépôts dans les marchés locaux. Les acquisitions multiples faites par une seule firme dans un an sont traitées comme une seule fusion.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ L'efficacité des coûts (cost efficiency) ne s'améliore pas relativement aux sociétés non fusionnées. ➤ Un plus grand chevauchement (office overlap) est associé aux coûts inférieurs après la fusion mais apparemment pas aux gains d'efficacité.

Tableau 3.6 Tableau synoptique des études portant sur la performance opérationnelle (suite)

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Mesures de performance	Méthodes	Résultats
Srinivasan (1992)	1982-86 États-Unis	Deux échantillons (77 fusions au Sud Est américain et 240 aux États-Unis)	Dépenses autres que d'intérêts/revenus d'exploitation Dépenses sans intérêts.	Analyse des variations de la performance opérationnelle s'est concentrée sur 2 ans avant la fusion et 4 ans après la fusion. Les sociétés acquises et acquéreuses sont traitées comme une entité combinée avant et après la fusion. La performance des entités fusionnées est comparée avec celles qui n'ont pas fusionné.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La performance des sociétés fusionnées ne s'améliore pas comparativement à celles qui n'ont pas fusionné. ➤ La performance opérationnelle est semblable aussi bien pour les banques situées au Sud Est des États-Unis que celles qui sont situées sur le reste du territoire américain.
Deyoung (1993)	1987-88 États-Unis	348	L'amélioration de l'efficacité de type X (X-efficiency) passée. Coûts totaux/actif total	Analyse de l'évolution de la performance opérationnelle. La comparaison des coûts des banques fusionnées avant et après la fusion en utilisant la fonction de production translog. L'efficacité des coûts est mesurée pour 1 année avant la fusion et 4 ans après la fusion.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La performance opérationnelle ne résulte pas généralement des fusions. ➤ Les gains de performance sont plus probables quand la cible et l'acquéreur sont inefficients avant la fusion plutôt que quand l'acquéreur est plus performant que la cible. ➤ Les banques acquéreuses sont plus performantes que les cibles.
Peristiani (1993 a)	1981-99 États-Unis	2000	Revenus nets/Actif Dépense sans intérêts.	Analyse de l'évolution de la performance opérationnelle. Examen de la performance pendant 1 an avant et de 2 ans à 4 ans après. L'analyse se concentre sur l'acquéreur et la cible séparément avant les fusions et sur l'entité fusionnées après la fusion.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La performance ne s'améliore pas lors des fusions internes (à l'intérieur des BHC) comparativement avec les banques non fusionnées. ➤ Les fusions à l'intérieur du marché (in market) ne produisent aucune amélioration. ➤ Le taux de profit pour tout l'échantillon ne change pas comparativement au groupe de comparaison.

Tableau 3.7 Tableau synoptique des études portant sur la performance opérationnelle (suite)

Auteurs	Année et lieu	Nombre des fusions	Mesures de performance	Méthodes	Résultats
Rhodes (1998)	Depuis le début de 1990. États-Unis	9 fusions	16 ratios financiers, y compris 7 ratios de dépenses, deux ratios de profitabilité et 5 ratios de bilan. ROA. Dépenses totales/Actif total. Dépenses totales /Revenus totaux.	Méthode de « l'études de cas » ➤ Analyse des ratios financiers (16 ratios) avant et après la fusion. ➤ Analyse économétrique (trois mesures économétriques de rentabilité proposées par Berger et Humphrey (1992) : efficacité totale, efficacité de l'échelle et l'efficacité de type X.	➤ Les objectifs de compression des coûts ont été atteints ou surpassés rapidement. ➤ Quatre des neuf fusions de l'étude ont montré des gains de rentabilité. ➤ Sept des neuf fusions ont entraîné une amélioration de rendement de l'actif. ➤ La réaction des cours des actions suite à l'annonce des fusions était positive pour les sept fusions pour lesquelles les données étaient disponibles. ➤ Les réductions du personnel ont représenté plus de 50% de toute la réduction des coûts.
Avkiran (1999)	1986-95 Australie	Entre 16 et 19	Dépenses d'intérêts. Dépenses sans intérêts. Revenus nets d'intérêts.	DEA (data envelopment analysis) Il s'agit d'une méthode non paramétrique qui convient au fonctionnement avec des échantillons limités. Elle n'assume habituellement aucune erreur aléatoire contrairement à d'autres méthodes économétriques.	➤ La rentabilité opérationnelle globale du secteur bancaire semble être améliorée. ➤ Entre 1996 et 1995, il n'y a aucune corrélation significative entre la taille des banques et la rentabilité opérationnelle globale. ➤ La productivité des employés a augmenté entre 1996-1995.
Valverde et Humphrey (2004)	1986-2000 Espagne	22 Fusions de banques d'épargne.	Coût et ROA.	Fonction translog (Fourier et cubic spline cost function)	➤ La réduction des coûts pour l'ensemble des fusions (Baisse du prix de revient unitaire de 0,50%). ➤ Augmentation du rendement de l'actif de 4%.

CHAPITRE IV

ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES F&A DES BANQUES CANADIENNES

Ce chapitre présente une analyse de la performance financière des F&A des banques canadiennes. Nous présentons d'abord nos données et nous décrivons notre échantillon. Par la suite, nous exposons les trois méthodologies que nous utilisons pour analyser la performance financière des acquéreurs. Enfin, nous présentons nos résultats.

4.1 Données

Nos données sur les fusions et acquisitions proviennent de la base de données SDC Platinum. Cette base contient des informations sur les activités de regroupements de plusieurs pays. En plus, des noms des cibles et des acquéreurs, elle donne les dates d'annonce, les dates effectives des F&A, la valeur des transactions et les données financières sur les firmes cibles.

Nous avons pu extraire 102 F&A qui concernent les banques commerciales canadiennes (SIC=6000). Notre lecture de cette base de données nous a révélé que plusieurs acquéreurs ne font pas partie nécessairement du secteur bancaire canadien, soit qu'ils sont des acquéreurs étrangers et des industriels, soit qu'ils ne sont pas considérés comme des banques à charte canadienne. C'est ainsi qu'on a procédé à un autre tri en retenant les acquéreurs qui sont des banques à charte canadienne (Annexe I), c'est-à-dire les banques qui sont autorisées par la loi sur les banques à accepter des dépôts et qui sont admissibles à l'assurance dépôt. Ce filtre nous a permis de limiter notre échantillon à 71 transactions, sur une période allant de janvier 1994 à décembre 2004.

Plus particulièrement notre échantillon final est composé de huit grandes banques canadiennes, soient la Banque canadienne impériale de commerce (CM), la Banque Nationale (BN), la Banque Royale du Canada (RY), la Banque de Nouvelle-Ecosse (BNS), la Toronto-Dominion (TD), la Banque de Montréal (BMO), la Banque Laurentienne du Canada (LB) et la Canadian Western Bank (CWB). Notons que notre échantillon reflète la réalité du secteur bancaire canadien caractérisé d'une part par son taux de concentration très élevé, et d'autre part, par le nombre réduit des banques canadiennes.

Le tableau (4.1) présente le nombre des banques à charte canadienne ayant entrepris des acquisitions en indiquant les valeurs des transactions et les actifs totaux par banques.

Tableau 4.1 Les acquisitions effectuées par les banques à charte canadiennes entre 1994 et 2004

Notre échantillon est composé de 8 banques à charte canadiennes ayant procédé à des F&A entre 1994 et 2004

Acquéreurs	Nombre de transactions	Valeur totale (en millions de \$)	Total Actif 2004
La Banque Royale du Canada	17	390,56	429 196
La Banque Canadienne Impériale de Commerce	13	1 163,12	278 764
La Toronto Dominion	8	5 742,15	311 027
La Banque Nationale	8	634,22	88 807
Canadian Western Bank	7	47,13	4 918
La Banque de Montréal	7	239,19	265 194
La Banque Laurentienne du Canada	6	223,56	16 607
La Banque de Nouvelle-Écosse	5	900,53	279 212
Total	71	9 340,49	1 673 725

D'après le tableau 4.1, nous constatons que la Banque Royale du Canada a entrepris 17 transactions dans 10 ans (soit 24% de toutes les F&A réalisées par les 8 banques de notre

échantillon). Malgré la multiplicité des opérations réalisées par la Banque Royale, la valeur de transaction reste inférieure à celle de Toronto Dominion, qui avec 8 acquisitions atteint 5 742,15 millions de dollars.

Le tableau (4.2) présente le nombre et la valeur des F&A par année sur une période de dix années entre janvier 1994 à décembre 2004. On constate aussi que les valeurs des transactions ne sont pas toutes fournies par la base de données SDC Platinum.

Tableau 4.2 Évolution du nombre et la valeur des acquisitions des banques de l'échantillon de l'étude entre 1994 et 2004

Années	Nombre de transactions	Valeurs des transactions en millions de dollars
1994	8	8 174,69
1995	10	861,77
1996	11	282,56
1997	7	18,93
1998	5	2,54
1999	9	NC*
2000	7	NC
2001	5	NC
2002	3	NC
2003	1	NC
2004	5	NC
Total	71	9 340,50

NC : Pour les valeurs de transactions qui ne sont pas disponibles sur la base de données.

Nous constatons que les trois premières années de notre période d'étude ont enregistré 29 transactions soit 41% du nombre total des transactions réalisées durant la période de 1995 à 2004. On constate aussi une baisse du nombre de transactions d'une année à l'autre. Il faut toutefois noter que la base de données SDC Platinum qu'on a utilisé pour extraire les informations ne nous a pas donné toutes les valeurs de transactions¹.

¹ Nous avons écrit aux banques concernées pour avoir les informations manquantes. Mais ce ne sont pas toutes les banques qui nous ont répondu. Par exemple, la banque Royale du Canada nous a confirmé que les valeurs des transactions en question n'ont jamais été rendues publiques.

Le tableau 4.3 ci-après mentionne les dix plus grandes acquisitions réalisées par les banques canadiennes durant 1994-2004.

Nous constatons que les deux plus grandes transactions ont été réalisées par la CIBC. La première est évaluée à 5 303,42 millions de dollars tandis que la deuxième est de 885,05 millions de dollars. Les deux plus grandes transactions ont été réalisées par la CIBC. La première est évaluée à 5 303,42 millions de dollars tandis que la deuxième est de 885,052 millions de dollars.

Tableau 4.3 Les dix plus importantes transactions de l'échantillon

On constate que la moitié de ces transactions est réalisée par deux banques à savoir la CIBC, et la Banque Nationale pour un montant de 7453,24 millions de dollars.

Date d'annonce	Date Effective	Nom de l'acquéreur	nom de la cible	Valeur des transactions (En millions de dollars)
1994-01-04	1994-01-31	La Banque Canadienne Impériale de Commerce	Personal Insurance Co	5 303,42
1994-01-19	1994-04-05	La Banque Canadienne Impériale de Commerce	TAL Investment Counsel Ltd	885,052
1994-02-22	1994-02-22	La Banque Nationale	Canada Trust-Mortgage Loan	502,81
1994-02-22	1994-02-22	La Banque Nationale	Canada Trust-St Martin Branch	465,31
1994-08-31	1994-08-31	La Banque de Montréal	Standard Chartered Bank Canada	357,59
1994-09-09	1994-09-09	La Banque Nationale	Confederation Trust Co-Insured	296,63
1994-10-04	1994-10-04	La Banque Laurentienne du Canada	Manulife Bank-Retail Branch	194,93
1994-11-09	1994-11-09	La Toronto Dominion	Confederation Tr-Consumer Loan	168,90
1995-03-08	1995-10-02	La Banque Laurentienne du Canada	N Amer Tr Co(N Amer Life Asur)	120,82
Total				8 295,51

4.2 Méthodes

Pour analyser la performance à long terme des banques acquéreuses de notre échantillon nous pourrions utiliser deux approches. La première approche est celle en temps événementiel, en calculant les rendements anormaux cumulés (Cumulative abnormal return ou CAR). La deuxième méthode est celle en temps calendaire, en utilisant le modèle d'évaluation à trois facteurs de Fama et French (1993) et celui à quatre facteurs incluant le momentum (Carhart 1997).

4.2.1 Approche en temps événementiel

Selon l'approche en temps événementiel, il existe deux méthodes de calcul. La première est les rendements anormaux cumulés (RAC), et les rendements anormaux sur une base d'achat-conservation (*buy and hold abnormal return BHAR*).

Selon la méthode RAC, le rendement anormal d'une entreprise $r_{i,m}$ est la différence entre le rendement de cette entreprise $R_{i,m}$ et le rendement de son portefeuille de contrôle $R_{pc,m}$. Le rendement anormal des banques acquéreuses est RA , et le rendement anormal moyen cumulé est RAC_q du mois événementiel $m=1$ à q ou $q=12, 24$ et 36 mois.

$$\overline{RAC}_q = \sum_{m=1}^q \overline{RA}_m \quad (1)$$

$$\overline{RA}_m = \sum_{i=1}^{N_m} w_{i,m} \cdot r_{i,m} \quad (2)$$

Où :

RAC_q : le rendement anormal cumulé moyen pour la période q .

RA_m : Le rendement anormal du mois événementiel m .

$w_{i,m}$ le poids d'entreprise i (banque) standardisé pour tenir compte de la capitalisation boursière à travers le temps.

N_m : le nombre des banques dans le mois événementiel m .

Selon la méthode BHAR les rendements anormaux sont obtenus en calculant la différence entre les rendements composés et les rendements observés composés durant la période événementielle. Soit :

$$BHAR_{i,q} = \left[\prod_{m=1}^q (1 + R_{i,m}) - \prod_{m=1}^q (1 + R_{pct,m}) \right] \quad (3)$$

$$\overline{BHAR}_q = \sum_{i=1}^{N_q} w_{i,q} BHAR_{i,q} \quad (4)$$

Cette méthode s'inspire d'une méthode d'investissement passive qui consiste à acheter et conserver des actifs sur une période de temps déterminé.

Toutefois, les méthodes en temps événementiel ne font pas l'unanimité de tous les chercheurs demeurent largement utilisées dans les études empiriques récentes. Fama (1998, p.294) précise que le rendement mensuel moyen ne mesure pas exactement le rendement d'un investisseur qui détient des titres durant une longue période après l'événement.

Nous présentons dans ce qui suit l'approche calendaire.

4.2.2 L'approche en temps calendaire

Dans l'approche calendaire nous retenons le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et à quatre facteurs incluant le momentum de Garhart.

4.2.2.1 Le modèle d'évaluation à trois facteurs de Fama et French (1993): Three factor pricing modele (TFPM)

Selon le modèle à trois facteur de Fama et French (1993), le rendement d'un titre est expliqué par la sensibilité relative de trois facteurs de risque, à savoir le rendement du marché, la taille et le ratio de la valeur comptable sur la valeur marchande (VC/VM). Le modèle TFPM se présente ainsi :

$$E(R_i) - R_f = \alpha_i + \beta_i (E(R_m) - R_f) + s_i E(SMB) + h_i E(HML) \quad (5)$$

Où :

SMB = Small Minus Big (Variable relative à la taille),

HML = High Minus Low (Variable relative au ratio BE/BE),

b_i, s_i, h_i = Prime de marché, SMB, et HML. La sensibilité des rendements de l'entreprise i aux variables,

α_i indique le rendement anormal du titre i .

$E(R_m) - R_f$, SMB, HML représentent respectivement les trois facteurs de risque pris en compte par le marché. La différence entre le taux de rendement de marché qui peut être mesuré par le rendement de l'indice boursier et le taux de rendement de l'actif sans risque, représente le prix de risque. Alors que SMB et HML représentent la rémunération ou le prix du risque associé à la taille des entreprises ou au VC/VM. La variable SMB représente la différence de rendement entre un portefeuille d'entreprise de faible capitalisation (S, Small) et un portefeuille d'entreprise de grande capitalisation boursière (B, Big). Le TFPM prévoit une différence positive, soit une prime de rendement pour les firmes à faible capitalisation. La variable HML correspond à la différence de rendement entre un portefeuille d'entreprise dont le ratio VC/VM est élevé et un portefeuille d'entreprise dont le ratio VC/VM est faible. Le TFPM prévoit une différence positive, soit une prime de rendement pour les firmes dont le ratio VC/VM est élevée.

Les coefficients b_i, s_i, h_i représentent les quantités de risques associées aux facteurs de risque relatifs au marché, à la taille des entreprises et au ratio VC/VM. Le coefficient b_i est identique à celui du risque systématique dans le cadre du CAPM.

Le coefficient α est le rendement anormal d'un titre en temps calendaire. En d'autres termes, c'est le rendement excédentaire compte tenu du risque de marché et des deux autres facteurs de risque liés à la taille et le ratio valeur comptable sur valeur marchande.

4.2.2.2 Le modèle d'évaluation à quatre facteurs : FF (1993) incluant le facteur momentum de Garhart (1997)

En examinant la performance des fonds mutuels, Garhart (1997) utilise un autre facteur explicatif (Le momentum) pour mesurer le rendement. Son modèle se présente comme suit:

$$E(R_i) - R_f = \alpha_i + \beta_i (E(R_m) - R_f) + s_i E(SMB) + h_i E(HML) + u_i UMD \quad (6)$$

Jegadeesh et Titman (1993) montrent que « les stratégies qui consistent à acheter des titres ayant connu le meilleur rendement durant les 3 à 12 derniers mois et à vendre à découvert les titres ayant connus le pire rendement durant la même période, sont rentables ». Grundy et Martin (2001) proposent d'introduire le momentum comme facteur explicatif du rendement dans le modèle du Fama et French. Maskowitz et Grinblatt (1999) montrent que « le momentum des rendements des secteurs d'activité explique une large part des rendements des stratégies de momentum portant sur des titres individuels ». Les stratégies de momentum ont suscité beaucoup d'intérêt de la part des chercheurs qui sont unanimes sur le fait qu'il s'agit d'un facteur non négligeable pour expliquer les rendements anormaux.

Ces critiques ont amené Fama et French (1996) à reconnaître l'importance du momentum comme facteur explicatif additionnel, et admettre qu'il s'agit de la seule anomalie non expliquée par leur modèle. En plus, Fama (1998, p.292) alimente ce débat en confirmant que n'importe quel modèle d'évaluation d'actif, reste juste un modèle qui ne décrit pas complètement les rendements excédentaires, « *any asset pricing model is just a model and so does not completely describe expected return* ». Fama (1998) ajoute que les modèles utilisés dans la littérature financière pour évaluer les rendements à long terme continueront à générer des erreurs inévitables (Bad-model problems).

4.3 Résultats

Dans cette section, nous présentons et discutons les résultats empiriques des 71 F&A des banques canadiennes pour la période de 1994-2004. Nous présentons premièrement les résultats de l'approche en temps événementiel, et deuxièmement, les résultats de l'approche en temps calendaire.

Les résultats de l'approche en temps événementiel sont récapitulés dans le tableau 4.4. On constate que sur l'horizon de 12 mois, le rendement anormal cumulé affiche seulement 6,76% qui n'est pas statistiquement significatif.

Dans les 24 mois qui ont suivi les acquisitions, le rendement anormal réalisé par les acquéreuses de notre échantillon a plus que doublé en atteignant 16,15%. Ce résultat est statistiquement significatif au niveau 1% (statistique- $t=3,60$).

Durant les 36 mois après les acquisitions, les banques acquéreuses de notre échantillon ont réalisé un rendement anormal de l'ordre de 15,94% qui est statistiquement significatif au niveau 1% (statistique- $t=3,60$).

L'approche événementielle montre clairement que les F&A ont eu un impact positif sur la performance financière à long terme des banques acquéreuses.

Tableau 4. 4 Les rendements anormaux post-acquisition estimés selon l'approche en temps événementiel

Les statistiques-t sont entre parenthèses.

Période	Rendement anormal cumulé
12 mois	6,76% (1,36)
24 mois	16,15%*** (3,60)
36 mois	15,94%*** (3,60)

*** significatif au niveau 1%

Le calcul de la performance selon le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) permet de tenir compte du risque de marché, de risque lié à la taille des entreprises (capitalisation boursière) et au ratio valeur comptable sur valeur marchande (VC/VM).

Notre analyse des résultats des rendements à long terme des banques canadiennes acquéreuses s'intéressera essentiellement aux coefficients alpha du modèle de Fama et French (1993). Nous présentons les résultats de l'approche calendaire dans le tableau 4.5 regroupant le modèle à trois facteurs et celui incluant le momentum.

Nous mesurons le rendement anormal sur une période de trois ans suivant les acquisitions. Nous prenons en considération trois horizons d'analyse en l'occurrence, 12, 24 et 36 mois. Ces périodes vont nous permettre d'observer l'évolution des rendements anormaux et d'analyser la performance à long terme.

Dans les 12 mois qui ont suivi les acquisitions, nous observons un rendement anormal mensuel de l'ordre de 0,64% mais statistiquement non significatif. Notons que le coefficient de détermination est relativement élevé (0,43).

Durant les 24 mois de la période post-acquisition, les résultats du modèle à trois facteurs de FF, montrent que le rendement anormal mensuel atteint 0,84% statistiquement significatif au niveau 10% (statistique $t=2,41$). Le coefficient de détermination enregistre aussi une légère hausse en atteignant (0,48).

Pendant les 36 mois après les acquisitions, les banques acquéreuses de notre échantillon enregistrent un rendement anormal mensuel de 0,81% statistiquement significatif au niveau 10% (statistique- $t=2,41$). Le R^2 corrigé est de 0,48.

Les résultats du modèle à trois facteurs de FF (1993), montrent que les acquisitions améliorent de façon significative la performance financière des banques acquéreuses.

Nous présentons ci-après les rendements calculés selon le modèle à quatre facteurs de Garhart (1997).

Dans les 12 mois après les acquisitions, le rendement anormal mensuel atteint 0,51% comparativement à 0,61% dans le modèle à trois facteurs. Le coefficient du facteur momentum est de 0,09 (statistique- $t=0,86$).

Durant les 24 mois post-acquisition, le modèle de Garhart montre un rendement anormal mensuel de 0,68% (statistique- $t=0,83$).

Durant les 36 mois suivant l'acquisition, le rendement anormal selon le modèle à 4 facteurs est de 0,63% (statistique- $t=1,77$).

Pour résumer, nous pouvons dire que pendant la période qui suit l'acquisition, la rentabilité des banques acquéreuses s'accroît de manière significative. Le modèle à trois

facteurs de FF affiche un rendement anormal mensuel en 36 mois de 0,81% (Statistique- $t = 2,41$) statistiquement significatif au niveau de 10%. Le coefficient de détermination est relativement élevé (0,4859). Quand nous avons utilisé le modèle à quatre facteurs en tenant compte du momentum, le rendement anormal mensuel est passé à 0,63%. Sur ce même horizon, le coefficient de détermination est de 0,4933.

Les coefficients bêtas dans les deux modèles à 3 et 4 facteurs sont différents de l'unité, ce qui signifie que les titres des acquéreurs ne sont pas neutres par rapport au risque marché.

Les coefficients s et h qui représentent les facteurs de risque liés à la taille et au ratio valeur comptable sur valeur marchande, participent dans l'explication du rendement anormal. Avec le modèle à trois facteurs, le coefficient SMB est positif et statistiquement significatif pour l'horizon de 12, 24 et 36 mois. Le coefficient HML affiche des valeurs négatives et il est statistiquement significatif pour l'horizon de 12, 24 et 36 mois.

Tableau 4.5 Rendement anormal post-fusion utilisant l'approche en temps calendaire : Modèle de trois facteurs de Fama et French et le modèle à quatre facteurs (avec momentum)

Nous estimons le rendement anormal sur des horizons de 12, 24 et 36 mois après les fusions pour un échantillon de 71 acquisitions bancaires au Canada du janvier 1994 jusqu'au mois d'août 2004. Nous régressons le rendement excédentaire mensuel $R_{p,t} - R_{f,t}$ comme dans le modèle à trois facteurs de Fama & French (1993) :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_pSMB_t + h_pHML_t + e_{p,t}$$

$(R_{p,t} - R_{f,t})$ correspond au rendement du portefeuille des F&A ($R_{p,t}$) pour un mois donné t , au taux sans risque $R_{f,t}$ (Taux des bons de trésor à 91 jours du gouvernement canadien). β_p , s_p , h_p sont des facteurs de risque qui correspondent respectivement au marché, à la SMB (la taille) et au HML (le ratio book to market). α indique le rendement mensuel moyen pour l'échantillon des F&A. Nous estimons la régression en série temporelle aux moindres carrés ordinaires (MCO). Les statistiques t pour chacun des paramètres sont situées entre parenthèse. H_0 pour le coefficient β est β égal à un.

Le modèle à quatre facteurs, FF (1993), incluant le facteur momentum de Garhart (1997) se présente comme suit:

$$E(R_i) - R_f = \alpha_i + \beta_i(E(R_m) - R_f) + s_iE(SMB) + h_iE(HML) + u_i UMD$$

Période (Mois)	Modèle à trois facteurs de Fama & French					Modèle à quatre facteurs (avec momentum)					
	α (%)	β	s	h	R^2	α	β	s	h	m	R^2
12	0,64 (1,66)	-0,0083 (-2,13)*	1,7733 (4,08)***	-0,1991 (-2,39)*	0,4350	0,51 (1,23)	-0,0074 (-1,84)	1,7151 (3,90)***	-0,1646 (-1,78)	0,0959 (0,86)	0,4383
24	0,84 (2,41)	-0,0081 (-2,30)*	1,7618 (4,48)***	-0,1767 (-2,36)*	0,4840	0,68 (1,83)	-0,0070 (-1,93)	1,6913 (4,25)***	-0,1343 (-1,62)	0,1170 (1,17)	0,4894
36	0,81 (2,41)*	-0,0059 (-1,75)***	1,5001 (2,80)**	-0,2017 (-2,80)**	0,4859	0,63 (1,77)	-0,0047 (-1,35)	1,4207 (3,72)***	-0,1539 (-1,93)	0,1318 (1,37)	0,4933

*** significatif au niveau 1%

** significatif au niveau 5%

* significatif au niveau 10%

4.4 Conclusion

Pour analyser la performance financière des F&A des banques canadiennes, nous avons utilisé deux approches : l'approche en temps événementiel et l'approche en temps calendaire.

Avec l'approche en temps événementiel et en utilisant la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC), nous calculons un rendement anormal cumulé de 16,15% dans les 24 mois suivant la date des transactions et de 15,94% dans les 36 mois suivant les acquisitions. Les résultats sont statistiquement significatifs au niveau de 1%.

Avec l'approche en temps calendaire, nous avons utilisé deux modèles en l'occurrence, le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), et le modèle d'évaluation à quatre facteurs : Le modèle de FF (1993) incluant le facteur momentum de Garhart (1997). Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) montre un rendement anormal mensuel pendant les 36 mois suivant les transactions qui atteint 0,81%. Ces résultats sont statistiquement significatifs au niveau de 10%.

Le modèle de Garhart nous a permis de constater un rendement mensuel de 0,63% pour les acquéreuses dans les 36 mois suivant les acquisitions. Ces résultats sont statistiquement significatifs.

Les trois méthodes utilisées nous confirment que les F&A ont un impact positif sur les rendements anormaux des titres des banques acquéreuses. Par conséquent, les F&A améliorent la performance financière à long terme des acquéreuses.

Nos résultats empiriques sont conformes à ceux de Bessler et Murtagh (2002) qui étudient 43 F&A bancaires canadiennes sur un horizon temporel de 4 ans entre 1998 et 2001 en incorporant les fusions transfrontalières. Ces auteurs trouvent des rendements cumulatifs anormaux significatifs pour les banques canadiennes qui ont annoncé leur fusion en 1998 notamment la Banque de Montréal qui enregistre un rendement de 16,1% durant une période de 11 jours entourant l'annonce. Nos résultats corroborent également

l'étude européenne menée par Cybo-Ottone et Murgia (2002) qui concluent des rendements anormaux positifs pour l'échantillon de 54 F&A bancaires européennes pour la période de 1988 à 1997. Rhodes (1998) également conclut que sur les neuf fusions américaines étudiées, cinq acquéreurs ont vu leur performance financière s'améliorer après l'annonce.

CHAPITRE V

ANALYSE DE LA PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE DES BANQUES ACQUÉREUSES CANADIENNES

L'objectif de ce chapitre est d'étudier la performance opérationnelle des banques acquéreuses canadiennes. Tout d'abord, nous présentons nos données. Ensuite, nous décrivons notre démarche méthodologique. Enfin, nous présenterons et nous discutons nos résultats.

5.1 Données

Nous retenons le même échantillon que celui du chapitre précédent pour lequel nous effectuons une collecte de données directement des rapports annuels des banques acquéreuses. Nous utilisons le site Internet www.sedar.com pour recueillir les composantes de nos indicateurs de performance qu'on a calculé pour mesurer la performance opérationnelle. Ce site regroupe un ensemble de données électroniques, mis en place par les autorités canadiennes en valeur mobilières (ACVM) pour assurer la diffusion publique des informations afférentes aux valeurs canadiennes.

5.2 Méthodes

5.2.1 Description de la méthode utilisée

La méthode utilisée pour examiner la performance opérationnelle des banques canadiennes acquéreuses s'inspire des travaux de Loughran et Ritter (1997) et ceux de Jain et Kini (1994).

Pour examiner la performance opérationnelle des entreprises américaines émettrices, Loughran et Ritter ont calculé la moyenne et la médiane de 9 ratios sur une durée de 9 ans, soit 4 ans avant et 4 ans après la date d'émission. Jain et Kini (1994) considèrent comme base de comparaison l'année qui précède celle de l'émission ($T-1$). Ils se basent sur une fenêtre de calcul de 3 ans.

Plusieurs auteurs ont fait usage de cette technique pour étudier les F&A des banques notamment Cornet et Tehranian (1992), Linder et Cranne (1992) Srinivasan et Wall (1992), Pillof (1996), et Rhodes (1998).

Dans le cadre de notre étude, nous calculons les huit ratios dont le choix et le mode de calcul sera présenté en dessous, pour tout l'échantillon, et sur la période d'étude de 1994 à 2004.

Nous calculons ensuite pour chaque indicateur de performance, la valeur moyenne et la valeur médiane sur la période avant l'acquisition soit ($t-1$) et ($t-2$), et sur la période après acquisition soient ($t+1$) et ($t+2$), ($t+3$), ($t+4$). Nous limitons notre fenêtre d'analyse sur un horizon de deux années avant les acquisitions étant donné que les données ne sont pas disponibles pour toutes les banques durant la période qui précède 1992. Nous calculerons également la différence des moyennes et la différence des médianes pour chaque indicateur de performance. Il s'agit de quatre différences à savoir (-1 à 0), (-1 à $+1$), (-1 à $+2$), (-1 à $+3$). Ceci nous permettra d'observer s'il y a une amélioration de la performance opérationnelle ou non. Nous retenons le test de différences de moyennes et de médianes.

5.2.2 Description et choix des indicateurs de performance

La performance opérationnelle suite aux F&A des banques a fait l'objet de plusieurs études. Certaines recherches notamment celles de Spindt et Tarhan (1992), Cornet et Tehranian (1992) et Rhodes (1992) ont suivi l'impact des F&A sur le rendement de l'avoir des actionnaires (return on equity ROE), le rendement de l'actif (return on asset ROA), et les dépenses autres que les intérêts. D'autres chercheurs, notamment Linder et Crane (1993) et Peristiani (1993), considèrent les revenus d'exploitation et les revenus nets. Dans le cadre de notre étude, nous considérons plusieurs mesures de performance pour couvrir toutes les composantes pertinentes de la performance opérationnelle. Le tableau 5.1 présente ces indicateurs.

Tableau 5. 1 Les Indicateurs de mesure de la performance opérationnelle

Les ratios de la performance opérationnelle	Définition
Rendement de l'avoir des actionnaires (<i>Return on Equity : ROE</i>)	C'est le rapport entre le résultat net de la banque et l'avoir des actionnaires.
Rendement de l'actif (<i>Return on Asset : ROA</i>)	C'est le rapport entre le bénéfice économique et l'actif. Le bénéfice économique est le résultat de la banque avant tout frais de financement mais déduction faite des impôts.
Revenus autres que d'intérêts/ Actif (<i>Noninterest income to Asset</i>)	Cet indicateur donne le pourcentage des revenus autres que les intérêts par rapport à l'actif. Ces revenus sont généralement des commissions sur crédits, les revenus sur les services de placement et valeurs mobilières, les frais de services, les services de cartes, assurances, etc.
Prêts/Avoir des actionnaires (<i>Loans to Equity</i>)	Ce ratio permet d'avoir le pourcentage des prêts consentis (prêts personnels, hypothécaires et prêts aux entreprises et administrations publiques etc.) par rapport à l'avoir des actionnaires.
Revenus nets d'intérêts/Actif (<i>Interest earning to Asset</i>)	Les revenus nets d'intérêts est la différence entre les revenus d'intérêts et les frais d'intérêts. Il s'agit du résultat de l'activité d'intermédiation de la banque généré par les revenus d'intérêts issus des prêts, des valeurs mobilières et les dépôts aux autres banques d'un côté et les charges d'intérêt déboursé par la banque suite aux dépôts rémunérés, les dettes subordonnées.
Frais autres que d'intérêts/Actif (<i>Noninterest expense to Asset</i>)	Les frais autres que les intérêts regroupent généralement les salaires et les charges sociales, bureaux et matériel, frais d'occupation des locaux et autres frais. Ce ratio permet constater si les F&A entraînent une compression des charges que les intérêts.
Taux de distribution des dividendes (<i>Dividend</i>)	Il s'agit des dividendes versés aux actions ordinaires par rapport au résultat net de l'exercice.
Avoir des actionnaires/Actif (<i>Equity to Asset</i>)	L'avoir des actionnaires est composé du capital social (Actions privilégiées et actions ordinaires) et les bénéfices non répartis.

5.2.3 Hypothèses de recherche

Dans cette section nous présentons les hypothèses de recherche que nous vérifierons lors de l'étude empirique. Le tableau 3.1 résume les résultats des études antérieures qui ont analysé les différents aspects de la performance opérationnelle en l'occurrence, la rentabilité, les coûts d'exploitation, les risques de crédit et les risques de liquidité.

En étudiant 47 fusions de banques aux États-Unis entre 1982 et 1987, Linder et Crane (1992) rapportent une croissance du ROA des acquéreurs après les F&A. Ce résultat est confirmé aussi par Rhodes (1998) qui en examinant 9 fusions bancaires américaines réalisées durant les années 1990, trouve que sept de ces fusions étudiées enregistrent une amélioration du ROA. Dans une étude récente, Valverde et Humphrey (2004) étudient 22 fusions de banques espagnoles durant le période 1986 à 1995 et concluent que le rendement de l'actif augmente de 4% après les F&A. Ceci nous permet de retenir l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : Le ROA des acquéreurs augmente après les F&A.

L'augmentation du rendement de l'avoir des actionnaires (ROE) est considérée par la littérature comme l'une des principales motivations derrière les décisions des F&A. Cornet et Tehranian (1992) étudient 30 fusions de banques américaines durant la période de 1982 à 1987. Ils rapportent que le ROE des banques fusionnées s'améliorent comparativement à celles qui ne fusionnent pas. Ce résultat est aussi confirmé par l'étude de Spindt et Tarhan (1991) qui analysent 297 fusions bancaires aux États-Unis durant l'année 1986. Nous retenons ainsi l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : Le ROE des acquéreurs augmente après les F&A.

Plusieurs études ont examiné l'effet des F&A sur l'augmentation des revenus d'intérêt. Linder et Crane (1993) constatent que les fusions effectuées à l'intérieur des banques mères augmentent les revenus d'exploitation comparativement aux autres banques non fusionnées. Avkiran (1999) confirme ce résultat en considérant 19 F&A de banques

australiennes réalisées durant la période 1986 à 1995. Nous retenons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : Le ratio Revenus net d'intérêts/ Actif enregistre une augmentation après les F&A des banques.

La réduction des coûts d'exploitation a été souvent présentée par les gestionnaires comme un des arguments pour convaincre les actionnaires de l'importance d'une F&A. Pour mesurer cette performance plusieurs études ont eu recours au ratio dépenses autres que les intérêts/ Actif. Linder et Crane (1993) affirment que les dépenses autres que les intérêts baissent durant la période post regroupement. La thèse de la réduction des coûts est aussi défendue par Rhodes (1998) et Valverde et Humphrey (2004). Nous retenons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : Le ratio Dépenses autres que les intérêts/ Actif diminue après les F&A bancaires.

Généralement, les F&A entraînent une croissance des revenus autres que les intérêts, c'est-à-dire des commissions, les frais de services, de cartes, des assurances, etc. Ces produits ont tendance à augmenter vu la hausse du volume du chiffre d'affaires. Linder et Crane (1993) affirment que les revenus autres que les intérêts croissent notamment dans le cas des fusions des banques mères. Nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : Les revenus autres que d'intérêts/Actif augmentent après les F&A.

Le risque de liquidité est souvent étudié dans le cadre des F&A bancaires vu qu'il touche la solvabilité des établissements de crédits. Peristiani (1993) constate une amélioration du ratio avoir des actionnaires/Actif qui passe de 7.38% durant les deux années avant les F&A à 6,93% dans les deux années qui suivent les F&A.

Nous retenons l'hypothèse qui suit :

Hypothèse 6 : Les F&A entraînent la réduction du ratio avoir des actionnaires/Actif durant la période post-fusion.

Cornet et Tehranian (1992) étudient le ratio Prêts/ avoir des actionnaires qui croit de manière significative après les F&A. Les auteurs expliquent cette croissance par le fait que les banques acquéreuses utilisent toute leur capacité de prêts.

Nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 7 : Le ratio Prêts/ avoir des actionnaires enregistre une baisse après les F&A.

Plusieurs études se sont intéressées à examiner l'évolution du taux de profit après les F&A. Peristiani (1993) ne trouve aucun changement du taux de profit des banques acquéreuses par rapport au portefeuille réplique après les F&A. Berger et Humphrey (1992) concluent que certaines fusions améliorent le taux de profit tandis que d'autres le réduisent. Dans cette étude nous allons vérifier l'impact des F&A sur les taux de distribution des dividendes.

Hypothèse 8 : Le taux de distribution des dividendes croit après les F&A bancaires.

Le tableau suivant résume les huit hypothèses que nous retenons dans ce travail.

Tableau 5. 2 Le résumé des huit hypothèses retenues

Ratios	Augmentation (↑) ou diminution (↓) attendues après les F&A.
Rendement de l'actif (<i>Return on Asset : ROA</i>)	↑
Rendement de l'avoir des actionnaires (<i>Return on Equity : ROE</i>)	↑
Revenus autres que d'intérêts/ Actif (<i>Noninterest incomes to Asset</i>)	↑
Frais autres que d'intérêts/Actif (<i>Noninterest expense to Asset</i>)	↓
Revenus autres que d'intérêts/ Actif (<i>Noninterest incomes to Asset</i>)	↑
Avoir des actionnaires/Actif (<i>Equity to Asset</i>)	↓
Prêts/Avoir des actionnaires (<i>Loans to Equity</i>)	↓
Taux de distribution des dividendes (<i>Dividend</i>)	↑

5.3 Résultats

Nos résultats montrent généralement une amélioration de la performance opérationnelle des banques acquéreuses. Le tableau (1) présente les valeurs moyennes et médianes des ratios pour les périodes avant versus après les acquisitions.

Le rendement de l'actif (ROA) a enregistré une nette amélioration depuis la date des acquisitions. Le ROA moyen s'est accru de 3,0 points durant la deuxième année après les acquisitions pour atteindre 0,75 à l'année T+2 et 0,76 en T+4, alors qu'il enregistrait uniquement 0,62 durant la deuxième année qui précède la date d'événement. Bien que le rendement de l'actif a chuté durant l'année T+1, passant de 0,73 à 0,71, les valeurs médianes montrent une progression continue durant les quatre années qui ont suivi les transactions. Ainsi la valeur médiane du ROA, qui enregistrait 0,69 durant l'année des

acquisitions s'est rétablie à 0,73 en T+3, et 0,75 en T+4. Ce résultat contredit les conclusions de Cornet et Tehranian (1992) qui ont trouvé aucune amélioration du ROA.

Le rendement de l'avoir des actionnaires (ROE) s'est sensiblement amélioré durant la période post-acquisition. Le ROE moyen atteint respectivement 15,64% et 15,95% pendant la deuxième année et la troisième année après les acquisitions comparativement à 15,59% pendant l'année où les transactions ont eu lieu. Le ROE moyen a gagné 0,35% en trois ans, tandis que la valeur médiane a gagné 0,20% durant la même période. Cette amélioration montre que les banques acquéreuses ont créé de la valeur pour leurs actionnaires. Ces résultats corroborent l'étude de Spint et Tarhan (1991).

Le ratio Revenus nets d'intérêts/ actif a enregistré une décroissance passant de 2,03% pendant l'année de l'événement à 1,97% en T+2 pour chuter à 1,80%. Cette baisse pourrait être expliquée entre autre par la concurrence qui est de plus en plus exacerbée entre les banques et le pouvoir de négociation de plus en plus imposant des grandes firmes. Les banques cherchent à combler le rétrécissement des marges d'intérêts dans la facturation de toutes les opérations et le prélèvement des commissions. L'amélioration de ce ratio confirme les résultats de Linder et Crane (1993).

L'amélioration de la capitalisation des banques acquéreuses n'est pas entière. Le ratio prêts/avoir des actionnaires a enregistré une performance non négligeable, en passant de 13,03% pendant l'année des transactions à 11,94% à l'année T+4. Ceci renforce la structure financière en libérant une grande marge de l'avoir des actionnaires pour faire face aux risques que l'octroi de prêts peut engendrer. D'un autre côté, l'avoir des actionnaires a sensiblement baissé par rapport à l'actif. On constate que la moyenne de ce ratio a baissé de 0,05% durant la troisième année qui a suivi les acquisitions, tandis que la valeur médiane a augmenté de 0,04% durant l'année T+3. La capitalisation des banques acquéreuses s'est nettement améliorée.

Les deux ratios liés au cycle d'exploitation et relatifs aux charges et revenus autres que les intérêts n'ont pas évolué dans le même sens. La part des revenus autres que les intérêts par rapport à l'actif a affiché une amélioration continue après les acquisitions aussi bien

en valeurs moyennes qu'en médianes. Cet indicateur a gagné 0,19% durant les deux premières années qui ont suivi les acquisitions, il atteint 1,84% à l'année T+3 et 1,89% en T+4 alors qu'il n'enregistrait que 0,59% durant l'année T. Les frais autres que les intérêts/actifs ont progressé durant les quatre années qui ont suivi la date des acquisitions. Ce ratio a atteint 0,06% durant l'année T+2, ce résultat désapprouve les arguments souvent avancés par les gestionnaire pour justifier des opérations de F&A.

Tableau 5. 3 La moyenne et la médiane des indicateurs de performance opérationnelle avant et après les acquisitions

Ce tableau présente les valeurs médianes et moyennes des huit indicateurs de performance opérationnelle utilisés dans cette étude durant 2 ans avant et 4 ans après les acquisitions. Notre échantillon est composé de 71 acquisitions pour la période de janvier 1994 à décembre 2004.

		-2	-1	0	1	2	3	4
Rendement de l'actif (ROA)	Moyenne	0,62	0,70	0,73	0,71	0,75	0,74	0,76
	Médiane	0,645	0,7	0,69	0,7	0,7	0,73	0,75
Rendement de l'avoir des actionnaires (ROE)	Moyenne	12,01%	14,48%	15,59%	14,46%	15,64%	15,95%	14,54%
	Médiane	13,30%	15,40%	15,60%	15,35%	15,70%	15,80%	15,60%
Revenu autres que d'intérêts/ Actif	Moyenne	1,42%	1,52%	1,59%	1,65%	1,78%	1,84%	1,89%
	Médiane	1,39%	1,46%	1,61%	1,58%	1,76%	1,79%	2,02%
Prêts/Avoir des actionnaires	Moyenne	13,75%	13,28%	13,03%	13,02%	12,51%	12,16%	11,94%
	Médiane	13,56%	13,13%	13,09%	13,01%	12,34%	12,66%	12,25%
Revenus nets d'intérêts/Actif	Moyenne	2,23%	2,14%	2,03%	1,94%	1,91%	1,87%	1,80%
	Médiane	2,19%	2,12%	1,94%	1,94%	1,89%	1,86%	1,80%
Frais autres que d'intérêts/Actif	Moyenne	2,42%	2,38%	2,39%	2,42%	2,45%	2,46%	2,47%
	Médiane	2,47%	2,40%	2,38%	2,47%	2,47%	2,52%	2,58%
Taux de distribution des dividendes	Moyenne	34,96%	32,61%	32,53%	32,93%	33,54%	31,95%	36,41%
	Médiane	34,00%	32,61%	33,00%	33,00%	32,00%	32,00%	35,70%
Avoir des actionnaires/Actif	Moyenne	4,90%	4,90%	4,87%	4,69%	4,78%	4,82%	4,79%
	Médiane	4,70%	4,70%	4,70%	4,52%	4,69%	4,74%	4,66%

Tableau 5.4 Les différences de moyennes par indicateur de performance et test de signification

	(-1 à 0)	(-1 à +1)	(-1 à +2)	(-1 à +3)
Rendement de l'actif (ROA)	0,0284	0,0130	0,0413	0,0697
<i>Statistique t</i>	0,7884	0,3675	0,9594	1,8932
Rendement de l'avoir des actionnaires (ROE)	1,1545	0,1172	0,8023	1,3371
<i>Statistique t</i>	2,2010	0,2366	1,5438	2,4802
Revenu autres que d'intérêts/ Actif	0,0007	0,0013	0,0025	0,0035
<i>Statistique t</i>	0,7475	0,2457	3,9815	0,1107
Prêts/Avoir des actionnaires	-0,2490	-0,4322	-0,9990	-1,4789
<i>Statistique t</i>	-0,9027	-1,5423	-3,2472	-4,9390
Revenus nets d'intérêts/Actif	-0,0010	-0,0018	-0,0022	-0,0027
<i>Statistique t</i>	-2,6410	-6,3840	-6,0396	-7,1577
Frais autres que d'intérêts/Actif	0,0007	0,0010	0,0014	0,0015
<i>Statistique t</i>	1,7763	2,5034	3,3952	3,6697
Taux de distribution des dividendes	0,3788	-1,8515	-0,6593	-0,5377
<i>Statistique t</i>	0,2985	-1,5744	-0,5215	-0,4324
Avoir des actionnaires/Actif	-0,0002	-0,0013	-0,0004	0,0002
<i>Statistique t</i>	-0,3132	-1,8408	-0,5405	0,2016

Les figures suivantes montrent l'évolution des valeurs moyennes et médianes des indicateurs de performance opérationnelle pour les 71 transactions de notre échantillon avant et après les dates d'acquisitions.

Figure 1: Évolution du ROA avant et après les acquisitions

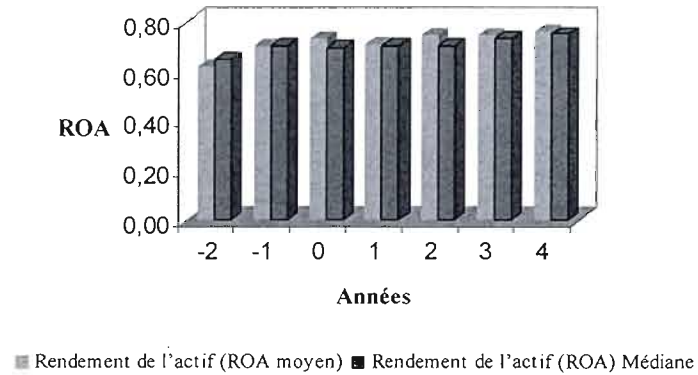


Figure 2: Évolution du ROE avant et après les acquisitions

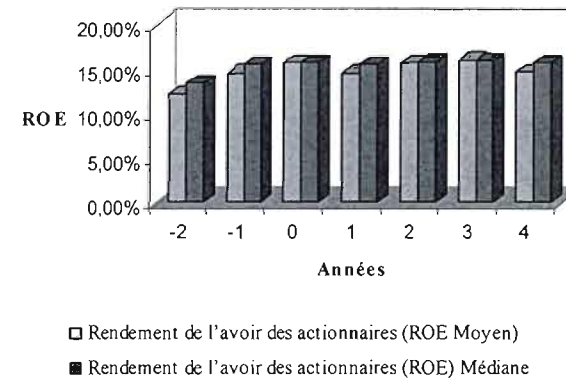


Figure 3: Évolution du ratio Revenus autres que d'intérêts sur actif

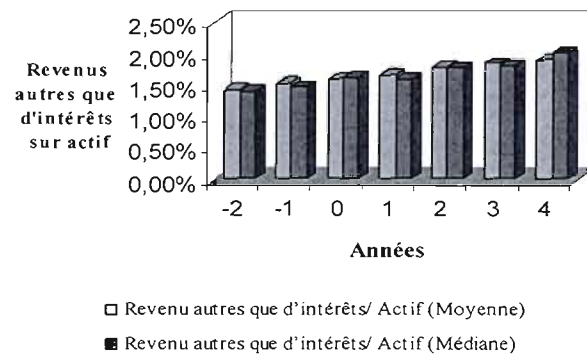


Figure 4: Évolution du ratio prêts sur avoir des actionnaires

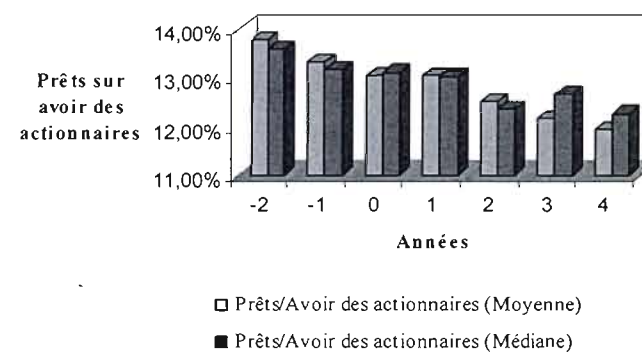


Figure 5: Évolution du ratio Revenus nets d'intérêts sur actif avant et après les acquisitions

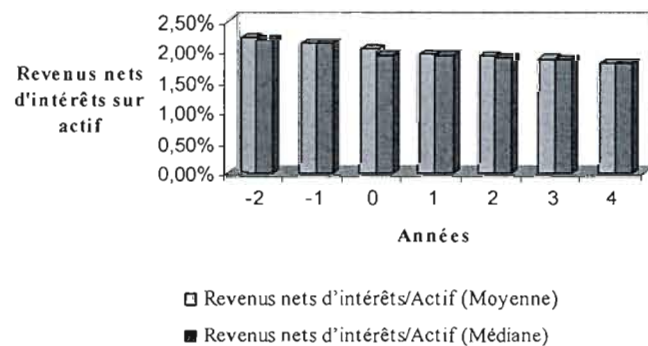


Figure 7: Évolution du taux de distribution des dividendes avant et après les acquisitions

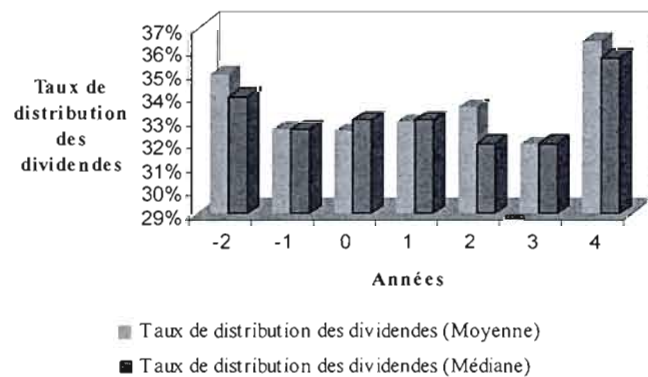


Figure 6: Évolution du ratio frais autres que les intérêts sur actif avant et après les acquisitions

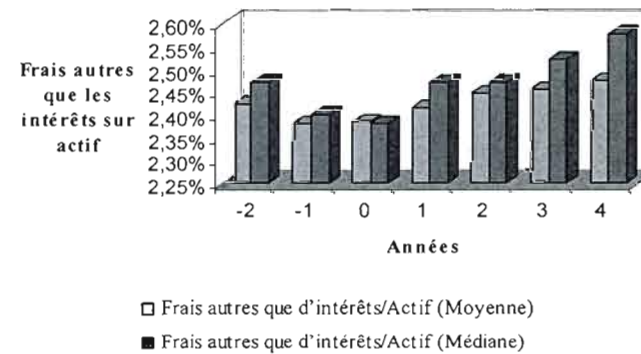
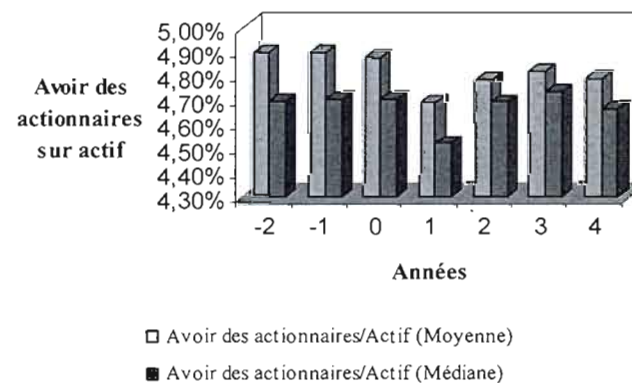


Figure 8: Évolution du ratio avoir des actionnaires sur actif avant et après les acquisitions



5.4 Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons examiné l'impact des F&A sur la performance opérationnelle des banques acquéreuses canadiennes. L'approche méthodologique utilisée s'inspire des travaux de Loughran et Ritter (197) et de Jain et Kini (1994). Nous avons pris en considération huit indicateurs de performance dont on a calculé la moyenne et la médiane avant et après les dates d'événement. Globalement, nos résultats montrent une amélioration de la performance opérationnelle.

Le ROA et le ROE ont enregistré des améliorations durant la période post-acquisition. Le ratio revenus nets d'intérêts/actif affiche une baisse continue durant les années qui ont suivi les acquisitions. Cette contre-performance a été constatée aussi au niveau de l'avoir des actionnaires par rapport à l'actif. D'un autre côté, la capitalisation des banques acquéreuses s'est nettement améliorée. Le ratio prêts/avoir des actionnaires est passé de 13,03% durant l'année des acquisitions à 11,94% pendant la quatrième année qui a suivi la date d'événement. Les acquisitions ont entraîné l'augmentation des revenus autres que les intérêts. Les frais autres que les intérêts par rapport à l'actif se sont accrus après les acquisitions et les taux de distribution des dividendes ont enregistré une croissance durant les quatre années qui ont suivi les acquisitions.

Dans l'ensemble, nos résultats concordent avec ceux de Spint et tarhan (1991) et de Cornet et Tehranian. Toutefois, nos résultats vont à l'encontre de Linder et Crane (1993) et de Rhodes (1998). Berger et Humphrey (1992) et Rhodes (1998) rapportent que certaines opérations de fusions améliorent la performance opérationnelle tandis que d'autres la détériorent. Nos résultats confirment ces observations.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Depuis plusieurs années, de nombreuses études empiriques se sont intéressées à l'analyse de l'incidence des F&A bancaires sur la performance des banques acquéreuses. Cet engouement a été dicté par plusieurs facteurs notamment la vague des F&A qui a secoué les secteurs des services financiers dans les pays industrialisés, particulièrement aux Etats-Unis, durant les années 1980 et 1990. De plus l'argument toujours avancé par les gestionnaires de Banques qui procèdent à des regroupements est les retombées financières qu'ils pourraient réaliser suite aux économies d'échelle et d'envergure.

Au Canada, la décision des quatre plus grandes banques de fusionner en 1998, a porté le sujet des F&A au premier plan de l'actualité politique et économique vu les répercussions de telles transactions sur le plan social, financier, réglementaire et politique. L'objectif de ce travail est d'étudier l'impact des F&A bancaires canadiennes sur la performance financière et opérationnelle des banques acquéreuses.

Nous avons utilisé un échantillon de 71 acquisitions effectuées par 8 banques à charte canadiennes durant la période de janvier 1994 à décembre 2004. Pour analyser la performance financière, nous avons utilisé deux approches. La première est l'approche en temps événementiel en calculant les rendements anormaux cumulés (RAC) sur trois horizons post acquisition, 12, 24 et 36 mois. Dans la deuxième approche en temps calendaire, nous avons utilisé le modèle d'évaluation à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle d'évaluation à quatre facteurs de Garhart (1997) incluant le momentum. L'analyse de la performance opérationnelle s'inspire de la méthodologie utilisée par Loughran et Ritter (1997) et ceux de Jain et Kini (1994) en calculant la

moyenne et la médiane de huit indicateurs de performance avant et après les dates d'événements.

Les résultats empiriques que nous avons obtenus nous montrent que la performance financière des banques canadiennes acquéreuses s'est nettement améliorée durant la période post-acquisition. Les trois modèles utilisés lors de cette étude confirment ce résultat. Ainsi le rendement anormal cumulé enregistré par les banques de notre échantillon est de 16,15% durant les 24 mois après les transactions et de 15,94% dans les 36 mois suivant les acquisitions. Cette performance est aussi enregistrée par le modèle de Fama et French (1993) qui nous donne un rendement anormal mensuel pour les banques canadiennes acquéreuses de l'ordre de 0,81%. L'utilisation du modèle de Garhart (1997) nous a permis d'expliquer une partie du rendement par le facteur momentum. Nos résultats sont statistiquement significatifs, et ils s'inscrivent dans le prolongement des conclusions de Bessler et Murtagh (2002) qui constatent des rendements anormaux significatifs pour les banques canadiennes lors des F&A.

Lors de l'analyse de la performance opérationnelle, nos résultats ont montré une amélioration de plusieurs indicateurs notamment le ROE, le ROA et les revenus autres que les intérêts. Notre résultat le plus surprenant est la hausse des frais autres que les intérêts ce qui contredit les arguments souvent avancés par les gestionnaires pour justifier des opérations de regroupements.

Bien que ce mémoire analyse la performance financière et opérationnelle des banques acquéreuses au Canada, a certes des limites qui sont autant des avenues de recherches à explorer.

Premièrement, il serait important aussi de comparer la performance des banques acquéreuses canadiennes avec d'autres banques européennes et américaines en constituant un portefeuille réplique des banques qui n'ont pas effectué de F&A.

Deuxièmement, pour bien cerner les contours des processus des regroupements bancaires, il faut analyser les particularités réglementaires qui régissent les décisions de F&A.

bancaires au Canada en étudiant les conséquences de telles décisions sur le volet social et politique.

BIBLIOGRAPHIE

Aintablian, Sebouh et Gordon Roberts. 2000. «Market response to announcements of mergers of Canadian financial institutions». *Working Paper*. York University, Toronto.

Akhavain J.D., Allen N. Berger et David B. Humphrey. 1997. «The effect of mega mergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function». *Review of Industrial Organisation* 12, p. 95-139.

Amako-Adu, B. et B.F. Smith. 1995. «The wealth effect of deregulation of Canadian financial institutions». *Journal of Banking and Finance* 19, p. 1211-1236.

Amel, Dean, Colleen Barnes, Fabio Panetta et Carmelo Salleo. 2004. «Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence». *Journal of Banking & Finance* 28, p. 2493-2519.

Avkiran, Necmi Kemal. 1999. «The evidence on efficiency gains: The role of mergers and the benefits to the public». *Journal of Banking & Finance* 23, p. 991-1013.

Barber, B. et J. Lyon. 1997. «Detecting abnormal long-term stock return; The empirical power and specification of test statistics». *Journal of Financial Economics* 43, p.341-372.

Becher D.A. 2000. «The Valuation effects of Bank Mergers». *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, no. 2, p. 189-214.

Benston, G.J., W.C. Hunter et L.D. Wall. 1995. «Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earning diversification». *Journal of Money, Credit and banking*, 27, p. 777-788.

Berger, Allen N., Rebecca S. Demsetz et Philip E. Strahan.1999. «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future». *Journal of Banking & Finance* 23, p. 135-194.

Berger, Allen N. et David B. Humphrey. 1993. «Bank scale economies, mergers, concentration and efficiency: The U.S experience». *Revue d'économie Financière* 27, p. 123-154.

Berger, Allen N. et David B. Humphrey. 1992. «Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense». *Antitrust Bulletin* 37, p. 541-600.

Berger, Allen N. et R. DeYoung. 2000. «The Financial performance of cross-regional commercial banks in the U.S.: Some clues regarding the eventual structure of a consolidating industry». Board of Governors of the Federal Reserve System.

Bérubé, Gérard. 2004. «Perspective : Le FMI va loin», *Le Devoir*. 28 Décembre.

Bessler, Wolfgang et James P. Murtagh. 2002. «The stock market reaction to cross-border acquisition of financial services firms: an analysis of Canadian banks», *Journal of international financial markets institutions & money* 12, p. 419-440.

Bharat, Jain A. et Omesh Kini. 1994. «The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms» *The Journal of Finance*, vol. 49, No. 5, p.1699-1726.

Boot, Arnoud W.A. 1999. «European lessons on consolidation in banking». *Journal of Banking & Finance* 23, p. 609-613.

Bordeau, Réjean. 1998. «Services financiers : une réforme réglementaire au plus vite». *Les Affaires*. 26 Décembre.

Calomiris, C.W. et J Karceski. 1998. «Is the bank merger wave of the 1990 efficient? Lessons from nine case studies». In: Kaplan, S. (Ed.), *Mergers and Productivity*, University of Chicago Press, Chicago, IL.

Chamberlain, S.L. 1998. «The effect of bank ownership changes on subsidiary-level earnings». Amihud, Y., Miller, G. (Eds), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Boston, MA.

«Chrétien est opposé aux fusions bancaires, mais Manley pourrait les accepter», 2002. *La Presse*. 2 novembre.

Cornett M.M., G. Palia Hovakimian et H. Tehranian. 2003. «The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns», *Journal of Banking & Finance* 2, p. 103-131.

Cornett, M.M et H. Tehranian. 1992. «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions». *Journal of Financial Economics* 31, p. 211-234.

Cybo-Ottone, A. et M. Murgia. 2000. «Mergers and Shareholders Wealth in European Banking», *Journal of Banking and Finance* 24, p. 831-859.

DeLong, G.L. 2001. «Stockholder gains from focusing versus diversifying bank acquisitions». *Journal of Financial Economics* 59, p. 221-252.

Desrosiers, Éric. 2003. «La Banque de Montréal a oublié ses rêves de fusion», *Le Devoir*. 1 octobre.

DeYoung, Robert. 1993. «Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers». Working paper. Office of the Comptroller of the Currency.

Fama, Eugene. 1998. «Market efficiency, long term returns and behavioural finance». *Journal of Financial Economics* 49, p. 283-306.

Fama, Eugene et Kenneth French. 1993. «Common risk factors in the returns of bonds and stock». *Journal of Financial Economics* 33, p. 3-56.

Fama, Eugene, L. Fisher, M. Jensen et R. Roll. 1969. «The adjustment of stock price to new information». *International Economic Review* 10, p.1-21.

Focarelli, Dario et Alberto Franco Pozzolo. 2001. «The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries». *Journal of Banking & Finance* 25 , p. 2305-2337.

«Fusion bancaire : Cleghorn prend le bâton de pèlerin», 1998. *Le Devoir*. 7 Février.

Gagnon, Jean. 2002. «La Scotia convoiterait la Banque de Montréal», *Les Affaires*. 2 novembre.

Gardes Erize, N. 2005. «Fusions et acquisitions bancaires européennes: la performance des opérations transfrontalières». AIMS 2005.

Garhart, Mark M. 1997. «On Persistence in Mutual Fund Performance». *Journal of Finance*, vol.52, No.1, p. 57-82

Groupe de travail sur l'avenir de services financiers. Document d'information Numéro 3, 1998, «Accroître le pouvoir du consommateur», p. 134.

Groupe de travail sur l'avenir de services financiers. Donald, G. McFetridge, 1998, «Enjeux liés à la politique sur la concurrence», p. 180.

Groupe de travail sur l'avenir de services financiers. Document d'information Numéro 1, 1998, «Concurrence, compétitivité et intérêt public», p. 206.

Groupe de travail sur l'avenir de services financiers. Document d'information Numéro 4, 1998, «Les attentes du public et le comportement des institutions financières», p. 102.

Groupe de travail sur l'avenir de services financiers. McKinsey & Company. 1998 «L'évolution du secteur des services financiers au Canada : De nouvelles forces, de nouveaux compétiteurs, de nouveaux choix», p. 335.

Grundy, B. et S. Martin. 2001. «Understanding the nature of the risks and the source of the rewards to momentum investing». *The Review of Financial Studies* 56, p.29-78.

Hannan, T. et J. Wolken. 1989. «Returns to bidders and targets in the acquisition process: Evidence from the banking industry». *Journal of Financial Services Research* 3, p. 5-16.

Hannan, T. et R. Robin. 1996. «Do substantial horizontal mergers generate significant price effects? Evidence from the banking industry». Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Healy, P.M., K.G. Papelu, et R.S. Ruback, 1992. «Does corporate performance improve after mergers». *Journal of Financial Economics* 31, p.135-175.

Houston, J.H. et M. Ryngaert. 1994. «The overall gain from large bank mergers». *Journal of Banking and Finance* 18, 6, p. 1155-1176.

«Howe encourage les fusions», 1998. *La Presse*. 3 Juin.

Hughes, Joseph P., W. Lang, L J Mester, C.G. Moon et M.S. Pagano. 2003. «Do bankers sacrifice value to build empires? Managerial incentives, industry consolidation, and financial performance». *Journal of Banking and Finance* 27, p. 417-447.

Jegadeech, Narasimhan et Sheridan Titman.1993. «Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market efficiency». *Journal of Finance*, vol. 48. no.1. p 65-91.

Jensen, M. et R.S. Ruback. 1983. «The market for corporate control-The scientific evidence». *Journal of Financial Economics* 11, p.5-50.

Khotari S. et J. Warner. 1997. «Measuring long-horizon security price performance» *Journal of Financial Economics* 43, p.301-339.

«La fusion de la TD et du Canada Trust est presque faite», 2000. *La Presse*. 11 janvier.

Linder, Jane C. et D.B. Crane. 1992. «Bank Mergers; Integration and profitability». *Journal of Financial Services Research* 7, p. 35-55.

Loughran, Tim et Jay R. Ritter.1997. «The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings» *The Journal of Finance* 52, p. 1823-1850.

Milbourn, Todd T., W.A. Arnoud Boot et Anjan V. Thakor. 1999. «Megamergers and expanded scope: Theory of bank size and activity diversity». *Journal of Banking & Finance* 23, p. 195-214.

Mishkin, Frederic S. 1999. «Financial consolidation: Dangers and opportunities». *Journal of Banking & Finance* 23, p. 675-691.

Moskowitz Tobias J. et Mark Grinblatt. 1999. «Do Industries Explain Momentum?». *Journal of Finance*, vol. LIV, no 4. p. 1249-1290.

«Ottawa tente d'éclaircir les conditions d'approbation des fusions bancaires», 2002. 26 Novembre.

Ottone, A.C. et M. Murgia. 2000. «Mergers and shareholder wealth in European Banking». *Journal of Banking & Finance* 24, p. 831-859.

Peristiani, S. 1993. «The effects of mergers on bank performance». Federal Reserve Bank of New York Studies on Excess Capacity in the Financial Sector, March 1993.

Pilloff, S.J. 1996. «Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions». *Journal of Money, Credit and Banking* 28, p. 294-310.

Pilloff, S.J. et A.M. Santomero. 1998 «The value effects of bank mergers and acquisitions». Amihud, Y., Miller, G. (Eds), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Boston, MA

Rad, A.T. et L. Van Beek. 1999. «Market valuation of European bank mergers». *European Management Journal* 17, p. 532-540.

Rezaee, Zabihollah. 2001. *Financial institutions, evaluations, mergers and acquisitions*. New York: John Wiley, 434 p.

Rhoades, Stephen A. 1993. «Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers». *Journal of Banking and Finance* 17, p.411-422.

Rhoades Stephen A. 1998. «The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers». *Journal of Banking & Finance* 22, p. 273- 291.

Rhoades, Stephen A. 2000. «Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-98». *Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Study* 174.

Spindt, P.A. et V. Tarhan. 1992. «Are there synergies in bank mergers?». Working paper, Tulane University, New Orleans LA.

Srinivasan, A. 1992. «Are there cost savings from bank mergers? ». *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, p. 17-28.

Srinivasan, A et L.D. Wall. 1992. «Cost savings associated with bank mergers». Working paper, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta GA.

«Une coalition s'inquiète des conséquences des fusions : Maintenez les services personnalisés», 1998. *Le Droit*. 11 Septembre.

Vallière, Martin. 1998. «la Banque de Montréal et la Banque Royale lancent leur offensive publicitaire pour la fusion», *La Presse*. 18 Novembre.

- Valverde S.C. et Humphrey D.B. 2003. «Predicted and Actual Costs from Individual Bank Mergers». *Journal of Economics and Business* 56, p. 137-157.
- Vander Vennet, R. 1996. «Cross border mergers in European Banking and bank efficiency». *Journal of Banking and Finance* 20, p. 1531-58.
- Waheed, A. et I. Mathur. 1995. «Wealth effects of foreign expansion by U.S. banks». *Journal of Banking and Finance* 19, p. 823-842.
- Wheelock, D.C. et P.W. Wilson. 2000. «Why do bank disappear? The determinants of US bank failures and acquisitions». *Review of Economics and Statistics* 82, p. 127-138.
- Young, Huguette. 1998. «Non aux fusions bancaires : Le surintendant des institutions financières a inspiré Paul Martin», *Le Devoir*. 16 Décembre.
- Zhang, H. 1995. «Wealth effects from US bank takeovers». *Applied Financial Economics* 5, p. 329-336.